名城論叢 2003 年 11 月 21

アメリカ金融市場の発展と投資信託システム

---1990 年代を中心に----

三 谷 進

目次

- I はじめに
- II 1990 年代のアメリカ金融市場と投資信託
- III 投資信託の規制緩和と構造変化
- IV 投資信託と金融システムの安定性
- V むすびに

I はじめに

1990年代のアメリカ経済は、歴史上、稀にみる長期的な「繁栄」を享受してきた。

このアメリカ経済の持続的な拡大は、1920年代のバブル期や、1950-60年代の「黄金期」を凌駕し、1991年3月から 2001年3月までの 10年間に及ぶものであった⁽¹⁾。このアメリカ経済の発展の背景には、1990年代の国際的な資金循環構造の変化と、それを下支えするアメリカ金融市場の新たなシステムの形成があった⁽²⁾。

特に、アメリカの金融市場は、1980年代以降、金融の「自由化」や「国際化」といわれた一連の 潮流に合致する形で、急速にその取引システムや内部の構造を変化させてきた⁽³⁾。この構造変化は、 IT 化と呼ばれる情報技術の革新にみられる技術的要因と、さらに、世界各国の金融市場の自由化の 進展とグローバルな国際金融市場の形成といった諸要因が相互に関連しながら進展してきた。

また、1980年代から1990年代にかけて、それまでの「冷戦」体制が崩壊し、国際的な政治的枠組

⁽¹⁾ この持続的な景気拡大を反映するようにして、1990 年代のアメリカでは、景気循環を伴わない新しい経済システムの形成を主張した「ニューエコノミー」論が台頭していた。「ニューエコノミー」論については、河村哲二(2003) 317-369 頁、杉浦哲郎(2003) 45-54 頁、*Business Week*(1997)、Weber、S. (1997) 等を参照されたい。

⁽²⁾ 特に, 1980 年代から MMF などの投資信託を通じた資金仲介メカニズムが発展するなかで,従来の商業銀行を仲介とした金融システムとの関係性が問題になった。これは,「パラレル・バンキング・システム」という形での問題提起がなされ,そのシステムの安定性や,資金仲介のあり方,規制の枠組みなどが議論されることになった(cf., D'Arista, J. W. & T. Schlesinger (1993))。

^{(3) 1990} 年代のアメリカ経済の状況については、Council of Economic Advisers (1990~2003)、Frankel, J. A. & P. R. Orszag ed. (2002)、Gagnon, J. E. (2001)、Dymski, G. A., G. Epstein & R. Pollin (1993)、川上忠雄 (2003, 2001, 2000)、河村哲二(2003, 2002)、東京三菱銀行調査室(2002)、萩原伸次郎(2002)、丸茂明則(2002)、片岡尹 (2001)、関下稔・坂井昭夫編 (2000)、松田岳 (2000)、中本悟 (2000 a, 2000 b, 1997)、大蔵省 (1999)、奥田宏司(1999 a, 1999 b)、勝悦子(1998)、玉山和夫(1998)、木内登英(1997)、横田茂編(1997)、石見徹(1996)、打込茂子(1994)等を参照されたい。また、アメリカの資本市場のメカニズムや、その発展の全般的な状況については、日本証券経済研究所 (1998)、北條裕雄 (1992) を参照されたい。

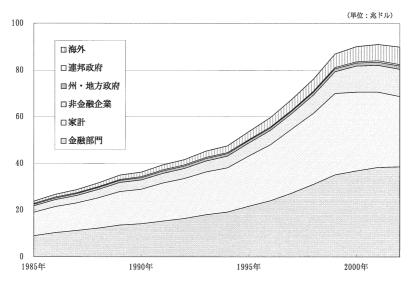


図1 アメリカの金融資産の推移

(出所): Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, 1985-1994, 1995-2002, June 5, 2003, Washington, D.C., pp. 54-73 より作成。

みが大きな変化を遂げるなかで、国際的な資金フローに変化が生じ、国際金融市場においてアメリカが果たす役割はより重要なものとなっていった。特に、1990年代は、アメリカ金融市場が国際金融市場のなかで中心的な役割を担い、世界各国の投資資金がアメリカに集中し、また、それらの資金を世界各国に再投資するといった国際的な資金循環構造が形成された時期でもあった(4)。

このように、世界各国の投資資金がアメリカに集中する一方で、アメリカ国内の貯蓄性資金も様々な機関投資家や 401(k) プランなどを通じて証券市場に流れ込み、各経済主体の金融資産は急速にその残高を拡大させていった(図 1)。

このアメリカの金融資産は、1980年代後半の20兆ドル台から増加傾向を強め、1990年代後半になると、約90兆ドルまで増加した。これを、GDPの推移(図2)と関連させてみると、1999年代後半には、名目 GDP に対する金融資産の比率は9倍を超える水準に達していた。また、この時期のアメリカの株式市場の動向をみると、1990年代初頭から、ダウ工業株平均、S&P総合指数、ナスダック総合指数ともに上昇し、特に、ナスダック総合指数は、1997年から急速な上昇を見せることになった(図3)。

また,このような株価の上昇を,物的資本の価値に対する企業の証券価値の比率(いわゆるトービンの Q)でみてみると,1990 年代後半には,物的資本に対する市場価値の伸びが急速に高まり,トービンの Q の比率は,1998 年には 1.4 にまで上昇していた⁽⁵⁾。

この1990年代の株式市場の急速な拡大を押し進め、金融市場そのものの構造変化を進める上で重

⁽⁴⁾ Cf., Griffith-Jones, S. (1998).

⁽⁵⁾ Cf., Kiley, M. T. (2000) pp. 3-4.

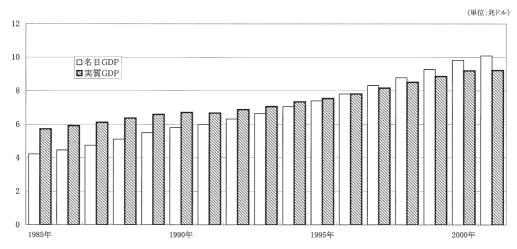


図2 名目 GDP と実質 GDP の推移

(出所): Council of Economic Advisers (2003), *Economic Report of the President*, U.S. Government Printing office, Washington, D.C., Table B-1, B-2 より作成。なお、原資料は、商務省経済分析局(Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis)のものが利用されている。

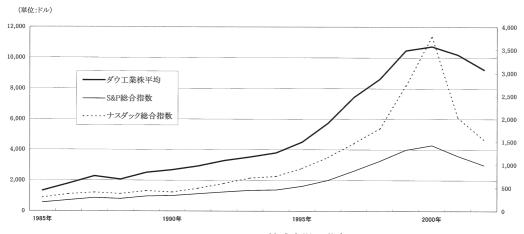


図3 アメリカの株式市場の動向

(出所): Council of Economic Advisers (2003), *Economic Report of the President*, U.S. Government Printing office, Washington, D.C., Table B-95 より作成。なお、原資料は、Dow Jones & Co. Inc., Standard & Poor's (S&P), Nasdaq Stock Market のものが利用されている。

(注1):ダウ工業株平均は、左軸のドル・ベースで表示されており、S&P 総合指数とナスダック総合指数については、右軸のインデックスで表示されている。

(注 2): ダウ工業株平均は,主要 30 銘柄, S&P 総合指数は 500 銘柄, ナスダック総合指数は 4000 銘柄超の株式で構成されている。なお, S&P 総合指数は 1941-43 年を 10 とし, ナスダック総合指数は 1971 年 2月5日を 100 としている。

			20 1	, , , ,	74 4 2 231	11 02 77	加贝压	. Vノ当/川へ	,		(単	位:10 亿	意ドル)
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
預金	3,259.3	3,253.3	3,219.7	3,156.1	3,109.6	3,298.0	3,440.8	3,622.3	3,904.6	4,022.8	4,355.6	4,774.7	5,082.1
MMF	368.6	383.1	342.2	341.8	352.5	450.1	500.7	582.3	712.0	822.2	967.8	1,116.4	1,076.1
信用市場金融商品	1,556.3	1,634.4	1,677.6	1,647.7	1,935.0	1,943.6	2,142.4	2,144.9	2,264.1	2,542.1	2,379.3	2,311.1	2,402.0
株式 (時価)	3,135.6	4,363.2	4,896.2	5,686.4	5,673.2	7,598.8	9,165.9	11,792.4	13,707.2	17,222.9	15,263.3	13,047.4	9,948.2
直接保有	1,781.4	2,548.7	2,869.2	3,237.1	3,081.7	4,137.2	4,856.2	6,219.9	7,023.3	9,017.4	7,402.9	6,077.9	4,327.1
間接保有	1,354.2	1,814.5	2,026.9	2,449.3	2,591.5	3,461.6	4,309.7	5,572.4	6,683.9	8,205.5	7,860.3	6,969.5	5,621.1
銀行個人信託	214.1	271.7	268.7	262.0	263.6	365.2	439.3	555.1	599.2	698.6	645.5	527.0	399.4
生命保険会社	57.8	93.8	113.3	163.5	199.6	274.7	373.3	510.5	665.4	904.4	882.8	806.5	706.2
民間年金基金	622.7	840.9	930.7	110.5	1,142.0	1,501.8	1,720.0	2,083.4	2,487.7	2,896.5	2,748.6	2,412.9	1,932.7
州・地方政府退職基金	284.6	379.1	428.5	497.3	507.6	678.9	828.5	1,084.8	1,233.9	1,343.2	1,335.1	1,221.9	1,004.3
ミューチュアルファンド	175.1	229.0	285.7	426.0	478.7	641.1	948.6	1,338.7	1,697.6	2,362.8	2,248.2	2,001.2	1,578.6
その他	6,888.0	7,122.3	7,386.9	7,879.9	8,287.0	8,755.3	9,261.0	9,920.7	10,568.6	11,117.8	11,712.8	12,125.4	12,631.7
家計部門の金融資産の総計	14,839.2	16,373.2	17,180.4	18,370.1	19,004.8	21,595.6	24,010.1	27,480.1	30,444.5	34,905.7	33,711.0	32,258.5	30,064.1

表1 アメリカの家計の金融資産の動向

- (出所): Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, 1985-1994, 1995-2002, June 5, 2003, Washington, D.C., pp. 94, 104 より作成。
- (注): このデータは、家計および対家計民間非営利団体の貸借対照表から作成されたものである。なお、これらの金融資産の残高は年末のものであり、季節調整はされていない。さらに、預金の構成項目のうち、MMF のみを取り出してここでは表記している。

要な役割を果たしたのが,一般に「ミューチュアル・ファンド」と呼ばれる投資信託であった⁽⁶⁾。特に,アメリカの家計の金融資産にミューチュアル・ファンドが占める比率は急速な高まりを見せ,ミューチュアル・ファンドを通じて保有される株式も,1990年の1751億ドルから,1999年には2兆 3628億ドルにまで増加したのであった(表 1)。

また、商業銀行などの主要な金融機関の資産の推移をみると(図4)、1990年代後半には、ミューチュアル・ファンドの資産は、商業銀行の資産を大きく上回ることになった。さらに、いわゆる機関投資家と呼ばれる金融機関(年金基金、退職基金、保険会社など)のなかでもその成長性は著しく、株式の機関投資家における所有比率をみると、ミューチュアル・ファンドは、1980年の12.0%から1998年には35.0%の水準までそのシェアを高めていた(7)。

このような投資信託の発展を促進してきた要因として、長期性資産の保有者に対して、そこに必要な利便性が与えられてきたことが指摘されてきた⁽⁸⁾。つまり、ミューチュアル・ファンドを主軸と

^{(6) 1990} 年代のアメリカのミューチュアル・ファンドの概況については, Frankel, T.(2003), Gremillion, L.(2001), Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book (1991~2000), 代田純 (2001), 首藤恵 (2000), 日本格付投資情報センター編 (1999), 蠟山昌一編 (1999), 永田裕司 (1998, 1995 a, 1995 b), 野村総合研究所研究 創発センター (1997) 等を参照されたい。

なお、筆者のこれまでの研究では、アメリカ金融市場で「擬制資本」が形成される構造を歴史的に解明するという視点から、投資信託の分析を行ってきた(三谷進(2001)を参照)。この擬制資本の構造を解明するためには、金融市場の構造の動態分析と、そこで活動する金融仲介機関の機能分析を行う必要があり、本稿でも、そのような問題意識を基礎に、投資信託の分析が進められている。特に、投資信託は、金融市場において金融資産の多層的な構造を創り出していく「重層化作用」を果たしており、現代の金融資産の量的・質的な累積構造を分析する上で必要不可欠なものとなっている。

⁽⁷⁾ Cf., Hawley, J. P. & A. T. Williams (2000) pp. 55-58.

⁽⁸⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 45.

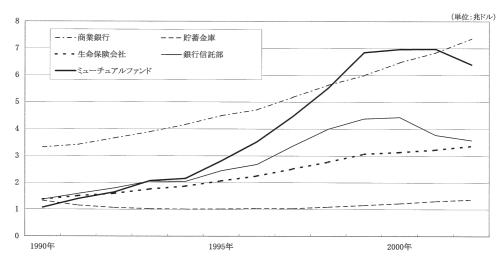


図4 主要金融機関の資産の推移

(出所): Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, 1997, 37th ed., p. 94, *ibid.*, 1998, 38th ed., p. 95, *ibid.*, 1999, 39th ed., p. 99, *ibid.*, 2000, 40th ed., p. 102, *ibid.*, 2001, 41th ed., p. 97, *ibid.*, 2002, 42nd ed., p. 95, *ibid.*, 2003, 43rd ed., p. 97より作成。

(注):各年のデータは、Mutual Fund Fact Book の最新版のものを利用している。

するアメリカの投資信託は、金融的に高度に専門性の高いリサーチ機能を駆使して、ポートフォリオでの分散投資を展開してきており、そこでは、個人投資家のもつ資金量の限界や、情報分析能力の制限を克服し、様々な金融サービスを提供することができたというものである。また、その金融サービスのなかには、それ以前では両立しがたいと考えられていた金融業務を組み合わせたものも存在していた(9)。

例えば、その典型的な事例としては、長期性資産として投資信託を保有しながら、そこに短期の流動性を付与したことがあげられる。現在では、ごく当たり前のことになっているが、投資信託の資産をもとに小切手を振り出すことができるというのは、それまでの短期と長期という形で分離された金融の論理のなかでは斬新な発想であった⁽¹⁰⁾。

また、投資信託を解約する場合にも、顧客が投資信託に電話をするだけで、当日の終値の純資産価額でその株式を買い戻してもらうことができた。さらに、ファンド・ファミリーの内部において、あるファンドから別のファンドへの買い換えを行いたいと考えた場合、そのファンド間の資金の移

^{(9) 「1970} 年代に入ると, コンピュータの発達がマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド (MMF) の創設 を可能にし, これが金利規制体系を根本的に打ち壊すことになった」(Litan, R. E. & J. Rauch (1998) p. 32, 邦 訳 50 頁)。

⁽II) 投資家が小切手を切るだけでファンドから資金を引き出せる MMF は、1974 年 5 月にフィデリティ (Fidelity) によって初めて売り出された (Henriques, D. B. (1997) p. 198, 邦訳 256 頁)。また、その後、1977 年にメリルリンチ (Merrill Lynch) によって開発された CMA (Cash Management Account) は、投資信託を基礎にした小切手の取引や、MMF の販売の拡大に大きな役割を果たした (野村総合研究所研究創発センター (1997) 84-93 頁)。

動については手数料を支払うことなく行うことができた。このように、アメリカの投資信託は、金融革新を推進する担い手としての役割を果たしながら、金融市場の内部構造そのものを大きく変革させていったのである。

そこで、本稿では、まず、1980年代から 1990年代にかけてのアメリカ投資信託の発展の状況について、その基本的なメカニズムや、金融市場に与えた影響について概観しながら、その構造を明らかにしていく(11)。また、この時期の投資信託について議論する場合、それがアメリカの金融システムを大きく変化させたという理解はされているが、具体的に、金融システムを不安定なものにしたのかどうかという論点が残されている。本稿では、現段階までの投資信託の状況を概観しながら、その論点について検討を加えているが、これは、金融市場の収縮と膨張を繰り返しているアメリカにおいて、投資信託の機能と役割を再検討するという意味でも重要であり、「市場型間接金融」の導入を進めようとしている日本においても、十分に議論しておくべき論点であるだろう。

Ⅱ 1990年代のアメリカ金融市場と投資信託

1990年代のアメリカ金融市場の動向については、大きく分けて三つの段階に区分することができる。第一に、1980年代後半の貯蓄貸付組合(Savings & Loans: S & L)の破綻に伴う金融危機からの立ち直りの時期(1990-1994年)、第二に、国内の資金や国際的な資金がアメリカ金融市場に流入し、それらが1990年代前半から後半にかけて次第に株式市場の高騰をもたらしていく時期(1994-1998年)、第三に、株価の高騰が次第にバブル的な様相を示し、実体経済とは乖離した金融市場の独自な動きがみられた時期(1998-2000年)である。

これらの時期的な特徴は、当時の株式市場の動向をみると、かなりよく理解できる。例えば、第二期から第三期にかけての転換期において、連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board: FRB) のグリーンスパン議長が、そのバブル的な動向に対して「根拠なき熱狂」という発言をしたことも、その時期的な特徴をよく示していた⁽¹²⁾。

ところで,このような金融市場の動きに対して,投資信託は,一体,どのような推移をみせていたのだろうか。

なお、ここで、投資信託という場合には、オープン・エンド投資会社、クローズド・エンド投資会社、ユニット投資信託の三種類に大きく区分されており(13)、特に、そのなかでも、現在の投資信

⁽ii) 1980 年代までのアメリカの資本市場の状況や、そこでの投資信託(投資会社)の概況については、北條裕雄 (1992) を参照されたい。そこでは、戦後のアメリカ資本市場の発展を第一期(1951~65年)、第二期(1966~75年)、第三期(1976~80年代)という形で区分し、そこでの金融仲介機関の構造の変化についての分析を行っている。

⁽¹²⁾ Cf., Financial Times (1996), Shiller, R. J. (2000).

⁽³⁾ クローズド・エンド投資会社とオープン・エンド投資会社は、一般的には、その投資資金の流動性の程度において区分される。クローズド・エンド会社では、投資家の投資資金はある一定期間、その投資信託に固定されるのに対し、オープン・エンド会社の場合には、投資家が投資資金を引き出すことを要求した場合には、その時点の資産に応じて、その資金を投資家に対して償還しなければならない。投資信託の基本的な分類については、三谷進(2001) 12-13、56-59 頁を参照されたい。

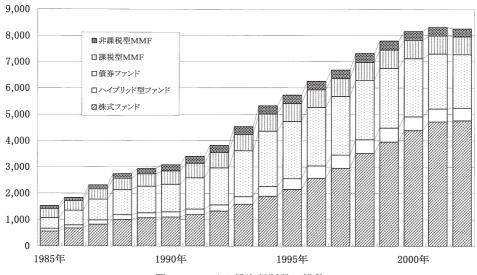


図5 アメリカ投資信託数の推移

(出所): Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 2003, 43rd ed., p. 66 より作成。

託のシェアの圧倒的な部分を占めているミューチュアル・ファンドと呼ばれるオープン・エンド会社のことを指して使っている⁽¹⁴⁾。

それでは、まず、1980 年代後半から 1990 年代にかけてのミューチュアル・ファンドのファンド数 (図 5) および純資産残高 (図 6) の推移をみてみよう。

アメリカの投資会社協会 (Investment Company Institute: ICI) の資料によれば⁽¹⁵⁾、ミューチュアル・ファンドの種類は、株式型、ハイブリット型、債券型、MMF (Money Market Fund) に分類されており、全体的にこれら三種類は上昇トレンドを描いているが、1990 年代から、株式型がファンド数および資産において急速にその規模を拡大させていた⁽¹⁶⁾。

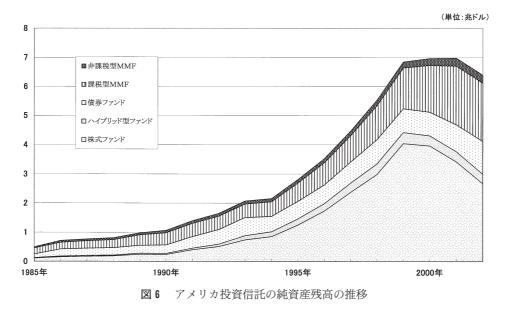
この時期の投資信託全体の運用資産残高の平均成長率は20%を超えており、特に、株式ファンドの成長率は30%に達することになった⁽¹⁷⁾。また、投資口座数も、1981年の1750万から着実に増加

⁽¹⁴⁾ そのため、一般に、アメリカの投資信託については、ミューチュアル・ファンドという呼称で呼ばれることも多い。また、逆に、クローズド・エンド投資会社についても、「クローズド・エンド・ミューチュアル・ファンド」とも最近ではしばしば呼ばれている (cf., Fortune, P. (1997) p. 46)。

⁽⁵⁾ 当時の投資信託の規模については、例えば、1996 年末には10,009 のミューチュアル・ファンドが5,983 のポートフォリオを運用していたというデータもあるが(cf., Financial Research Corporation, FRC/Access Database)、投資会社協会(ICI)のデータによれば、1996 年末には6,235 のミューチュアル・ファンドがあり、そのうちの5,247 が MMF ではないファンドであったとされている(cf., Investment Company Institute (1996a))。

⁽¹⁶⁾ また、それぞれのファンドの平均サイズも、株式型については、1980 年代後半から 1990 年初頭にかけては、2 億ドルから 3 億ドル程度で推移していたが、1990 年から 1996 年にかけて 6 億ドル以上にその規模を拡大してきた。

⁽¹⁷⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 22 [邦訳 (2002) 62 頁].



(出所): Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 2003, 43rd ed., p. 64 より作成。

を続け、1990年の 6200万から 1994年には 1 億を突破し、1999年には、2 億 2770万となり、10 年の間で 4 倍以上に増加していた $^{(18)}$ 。

さらに、株式ファンドの年間純資金流入(図 7)の推移をみると⁽¹⁹⁾、1990 年から 1993 年にかけて上昇を続け、いったん、1994 年に流入額が落ち込んだ後、1997 年まで再び急速な上昇をみせている。ただし、1997 年以降は、純資金流入は下落し始めており、運用資産残高の伸び率と対照的な動きをみせることになった。

また、株式ファンドの流動性比率をみると(図8)、1990 年代には傾向的に低下しており、1990 年には約12%であったのが、1991 年から8%台に下がり、さらに、1994 年から1999 年にかけて約5% にまで減少を続けていった。この流動性比率は、投資信託のポートフォリオに占める現金等価資産の比率を示しているが、一般に、この比率が高いときには、資産運用を行うファンド・マネージャーが弱気で、市場の証券価格は低下傾向を示しており、この比率が低いときには、ファンド・マネージャーは強気で、市場そのものも価格が上昇傾向にあるとされている $^{(20)}$ 。そのため、この流動性比率は、証券価格の上昇・下落の指標としてもみなされている。ただし、第IV節で述べるように、この流動性比率の低下の進行は、何らかの金融危機が生じた場合には、投資信託に対する償還請求に問題を生じさせる危険性をもつ。そのため、証券市場が加熱したバブル期に、流動性比率が低下するという構造は、潜在的に、投資信託の脆弱性を強めることになる。

また、このような脆弱性の問題について議論する場合、その時点の投資家の性質が大きな問題に

⁽¹⁸⁾ Cf., Investment Company Institute (2003) p. 63.

⁽¹⁹⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) pp. 287-288 [邦訳 (2002) 488-489 頁].

⁽²⁰⁾ Cf., Dorf, R. C. (1986) p. 144.

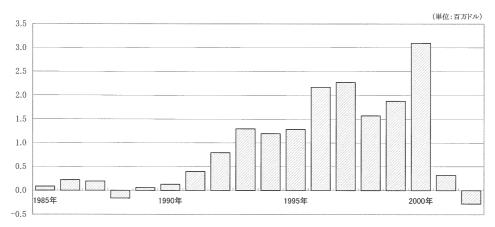


図1 株式ファンドの純新規資金流入の推移

- (出所): Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, 1997, 37th ed., p. 70, *ibid*., 1998, 38th ed., p. 73, *ibid*., 1999, 39th ed., p. 75, *ibid*., 2000, 40th ed., p. 78, *ibid*., 2001, 41st ed., p. 73, *ibid*., 2002, 42nd ed., p. 71, *ibid*., 2003, 43rd ed., p. 73 より作成。
- (注1):1985年から1995年のデータは、Mutual Fund Fact Book, 1998年版を利用している。
- (注 2): 1996年のデータは、97・98年版では 2216億 270万ドルであるが、99年版では 2168億 7380万ドルであるので、それを利用した。
- (注 3): 1997 年のデータは 98 年版では 2310 億 6390 万ドル, 99 年版では 2271 億 1400 万ドル, 2000 年版では 2271 億 650 万ドルであるので,最新のデータである 2000 年版の数値を利用した。
- (注 4):2000 年のデータは,2001 年版では 3095 億 8810 万ドルだが,2002 年版以降では 3093 億 6470 万ドルであるのでそちらを利用した。

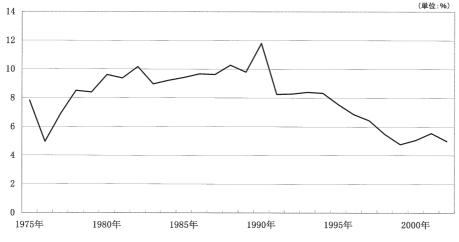
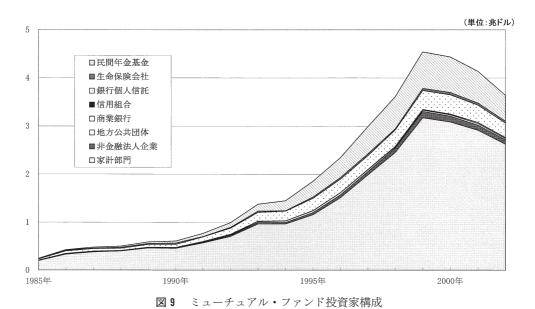


図8 株式ファンドの流動性比率の推移

(出所): Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 2003, 43rd ed., p. 70より作成。

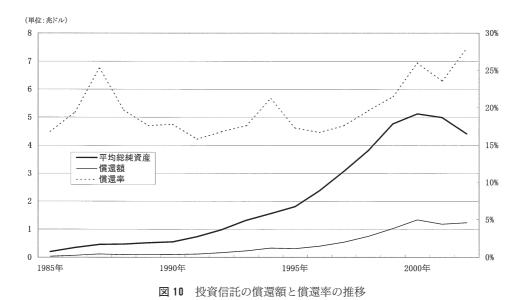


(出所): Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, 1985-1994, 1995-2002, June 5, 2003, Washington, D.C., p. 82より作成。

なる⁽²¹⁾。投資家が、金融市場の不安定化に対して敏感に反応するような関係が存在し、投資信託の資金流出量に対する証券の価格弾力性が高い市場構造の場合、その脆弱性は非常に大きくなる。また、その逆に、投資信託に投資をしている投資家が、必ずしも、証券価格が下落したからといって、すぐに、投資信託の償還を求めるような行動をとらず、証券価格の下落に対して非弾力的に対応する場合には、投資信託の脆弱性は弱まるだろう。つまり、投資信託の脆弱性は、その時点で投資信託に投資を行っている投資家の投資行動に大きく規定されるため、その投資家がどのように構成されているかは重要な意味をもってくる。

そこで、1990年代のミューチュアル・ファンドの投資家構成をみてみると(図9)、そのかなりの 比率は家計部門で占められており、まさに家計からの資金が、1995年以降の投資信託の資産残高を 増加させたことがわかる。また、この時期のもう一つの特徴として、民間年金基金と銀行個人信託 の資金のシェアの拡大を指摘することができる。特に、年金基金から投資信託への資金流入額は、 1994年以降、着実に増加を続け、これが、投資信託の発展を支える重要な役割を担っていた。また、 これらの年金基金などの機関投資家は、長期的な資産運用を行うことを目的にしており、必ずしも、 短期的な証券価格の変動によって、すぐに投資信託の解約を行って資金の償還を求めるという行動

② このように、投資信託の資金フローに影響を与える要因として投資家の性質を分析する手法は「株主プロファイル」と呼ばれている(cf., Fortune, P. (1998) pp. 5-7)。これは、第IV節でみるように、投資信託と金融市場の不安定化の関連を考える際にも重要な要因であり、家計を中心とした個人投資家の性質が、証券市場の価格変動に応じて証券を売買する「モメンタム・トレーダー(momentum trader)」なのかどうかによって、その不安定性の状況は変化することになる。



(出所): Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 2003, 43rd ed., p. 81 より作成。

をとらないのが一般的である。その意味でいえば、このような投資家からの資金の流入は、投資信託の安定性を維持する上で一定の役割を果たすことになった。

なお、以上のように、投資信託に投資をしていた投資家が、それを解約して現金を入手すること を償還というが、その具体的な状況についても、どうであったかみておくことにしよう(図 10)。

1990年代の前半から 1996年にかけては、平均総純資産は急速に上昇しているなかで、投資信託の償還額は比較的安定しており、その償還率でみると、ほぼ 15%から 20%の間を推移していた。ただし、1997年以降、償還率は上昇傾向を続け、1999年から 2000年にかけて 25%を上回る水準に達することになった。つまり、1990年代の投資信託は、株価が上昇を続けていくなかで、一方で流動性比率が低下し、他方で、償還率は上昇していくという資金運用構造になっていたのである。これは、投資信託の流動性の観点からいえば、証券市場が最もバブル的な様相を示したときに、投資家からの資金償還請求に即座に対応するための資金が手薄になっていることを示しており、このような状況下でバブルの急速な崩壊が生じると、手元流動性がすぐに底をついてしまうことになる。もしそこに、投資家からのさらなる償還請求が生じると、投資信託は、ポートフォリオに保有している証券を大量に売却することを余儀なくされ、それが証券市場の下落を加速させるということを発生する危険性を内在しているのである。

さて、これまでは、投資家と投資信託の関係に着目しながら、投資信託の純資産残高や流入資金 および償還資金の状況をみてきたが、次に、投資信託が、金融市場に対して具体的にどのような形 で資金を運用していったのかということをみていくことにしたい。

その証券投資残高の概況をみると(図11),証券レポ取引,オープン市場証券,政府証券,地方債,事業債および外債,株式,その他資産で構成されているが,1990年代に,その比率を圧倒的に高めたのは株式投資によるものであった。特に,1995年以降の株式投資は急速な伸びをみせており,1995

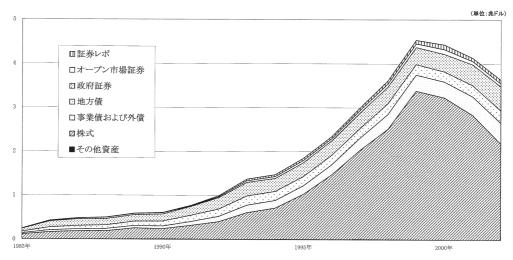


図11 ミューチュアル・ファンドの証券投資残高

(出所): Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, 1985-1994, 1995-2002, June 5, 2003, Washington, D.C., p. 69より作成。

(注):このデータは、オープンエンド投資会社のものである。ただし、生命保険部門に含まれている変額 年金のための資金調達手段は除外している。また、データの季節調整はされていない。

年には約1兆ドルであった株式投資が、1999年には3兆ドルをはるかに上回っていた。他の資産についてみると、事業債および外債などは、その残高を傾向的に増加させていたが、全体的に安定的な水準を維持しており、この時期の投資信託がいかに株式投資にその資産を振り向け、株式市場の下支えをしていたのかがはっきりとわかる。

また、投資信託資産の内訳をさらに詳しく見てみると(図 12)、株式投資のなかでも、普通株投資が圧倒的な比率を占め、それに続いて、社債、地方債、長期政府債への投資が行われていた。さらに、このような投資信託のポートフォリオにおける証券売買の状況をみると(図 13)、総購入額が総販売額をほぼ全期間にわたって上回っており、証券市場に対して、常に買い越しの状態にあった。

このようにみてくると、この時期の投資信託は、家計と年金基金等から投資された資金を、主に、普通株投資に振り向ける金融仲介機関としての役割を担っており、まさに、1990年代の株式ブームを支える重要な位置づけにあったことがわかるのである。

また、これらのデータから、投資信託の発展過程についても、時期的に三段階に区分することができる。つまり、1990年から 1993年までの資金流入が増加し、以前よりも高い水準での資産残高が増加する時期、さらに、1994年から 1997年までの資金流入と運用資産残高の両者がそろって急速に増加していく時期、さらに、1998年以降の資金流入の減少が進むなかでの資産残高が増加する時期である。これは、ちょうど 1990年代のアメリカ金融市場の発展の段階的な区分とも対応している。特に、1998年以降の状態は、次第に金融市場がバブル的な段階に入っていくことを示している。このように、投資信託の段階的な発展は、1990年代の金融市場の構造に質的な変化を生じさせ、1996年以降の金融市場のバブル的な状況を推進する主要な牽引役として投信信託が機能していくことに

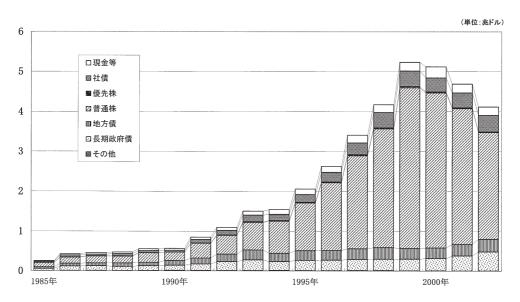


図12 投資信託資産の内訳

(出所): Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 2003, 43rd ed., p. 71 より作成。

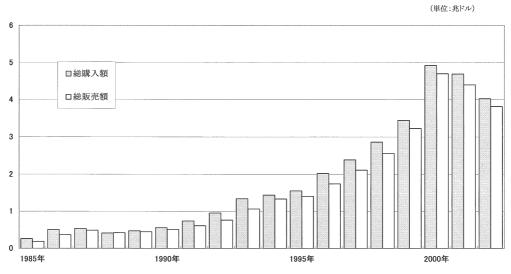


図13 投資信託のポートフォリオ証券売買金額

(出所):Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 2003, 43rd ed., p. 83 より作成。

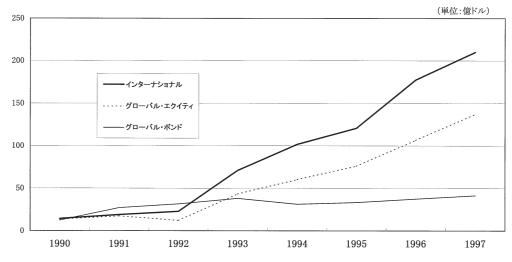


図 14 アメリカ投資信託による国際投資の動向 [1990 年-1997 年]

(出所): Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book 1991, 31st~1998, 38th より作成。
 (注): インターナショナル・ファンドは、アメリカ国外で設立された企業の株式証券に投資を行うものである。そのポートフォリオの3分の2は常に上記で述べたような形で投資されていなければならない。グローバル・エクイティ・ファンドは、アメリカを含む世界全体で取引されている証券に投資を行うものである。グローバル・ボンド・ファンドは、アメリカを含む世界全体の企業と国の債務証券に投資を行うものである。

なった⁽²²⁾。

また、このような動きは、投資信託をめぐる法規制のあり方についても影響を与えており、第III 節でみるように、1996年の国内証券市場改革法(National Securities Markets Improvement Act of 1996: NSMIA)の成立は、投資信託の行動やそのシステムのあり方に重大な構造変化をもたらすことになった。また、それは、当時の金融市場の変化と密接に関連しており、金融の自由化や資本移動の国際化に対応したものとして、そのような市場の動きを正当化あるいは合理化し、追認するものとして形成されていったのである。

さらに、このアメリカ金融市場の発展と投資信託の規模の拡大は、当時の国際化の展開と密接に結びついていた。この時期の投資信託は、一方で、アメリカ金融市場への資金流入を促進し、他方で、アメリカ投資信託から世界各国への株式や債券等の証券投資を行っており(図14)、「国際的な資金仲介機構」として、アメリカを通じた国際的な資金循環に重要な役割を果たしていたのである⁽²³⁾。

このような急速な発展は、1920年代以降の投資信託の歴史においてもみられなかったことであり、1980年代および1990年代に、そのような発展を促進する諸要因が内外で形成されてきたことがわかる。

⁽²²⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 22 [邦訳 (2002) 62 頁].

⁽²³⁾ Cf., Pozen, R. C. (1998) pp. 647-654. なお, 1990 年代後半のアメリカの国際金融仲介機能論については, 徳永 潤二 (2003) を参照されたい。

それでは、それらの諸要因とは何だったのだろうか。

まず、第一に、いわゆるベビーブーマー世代の「老後への備え」としてミューチュアル・ファンドに大量の資金が流入した点が指摘されている⁽²⁴⁾。これは、アメリカの人口動態の変化と密接に結びついたものであり、アメリカ社会の高齢化に伴って、貯蓄性資金を純粋な「貯蓄」ではなく、「貯蓄」的性格と「投資」的性格を同時に兼ね備えていた投資信託に資金が集中されるようになったものと考えられる⁽²⁵⁾。

また,これらの資金の移転は,1974年の従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974: ERISA) と,1981年の税制改革法によって設けられた個人退職勘定 (Individual Retirement Account: IRA) によってさらに促進されることになった⁽²⁶⁾。

ERISA は、アメリカの年金制度改革を行った法律であり、企業の従業員に対して 10 年以内に年金受給権を与え、別の企業に転職した場合でも年金のポータビリティが確保されることを企業に要求した⁽²⁷⁾。これ以降、従来の確定給付型年金から確定拠出型年金への移行が促進され、その従業員の拠出金の受け皿として投資信託が利用されるようになった⁽²⁸⁾。

また、IRA については、年間の拠出が税引き前の所得で積み立てられるという税制上の優遇措置が与えられたため、そこを通じて、投資信託への資金流入が促進された。1986 年の税制改革法で、その優遇措置が制限された期間は、投資信託の資金流入がにぶったが、その後、1997 年にその制限が緩和されると、投資信託への資金流入が加速することになった。1999 年末のミューチュアル・ファンドの資産に占めるこれらの資金の比率は、38%に達することになった(29)。

次に、投資信託の発展を促進した第二の要因として、多様なファンドの開発とマーケティング手法を構築した点が指摘できる。1980年代から 1990年代にかけて、アメリカの投資信託業界は、多くの投資家のニーズに適合した多様な投資信託の開発を行ってきた⁽³⁰⁾。例えば、投資信託のファンドのカテゴリーについてみると、投資会社協会(ICI)の分類では、1970年には、わずか5つのカテゴリーしか存在していなかったのに対し、2000年には、33のカテゴリーをもつようになった(表 2)⁽³¹⁾。

⁽²⁴⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 23 [邦訳 (2002) 62-63 頁].

⁽Δ) これは、投資信託が全体として安定的な資産運用を行い、多くの人々に「貯蓄」としての認識をもたらすようになったことがその背景にあるだろう。

⁽²⁶⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 23 「邦訳 (2002) 63 頁].

⁽²⁷⁾ Cf., ibid.

⁽²⁸⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 155 [邦訳 (2002) 279-280 頁].

⁽²⁹⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 23 「邦訳 (2002) 63 頁].

⁽³⁰⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 24 「邦訳 (2002) 64 頁].

⁽³¹⁾ Cf., Investment Company Institute (2002), pp. 8-11, 92-94, Gremillion, L. (2001) pp. 24, 52-54, 60-63 [邦 訳(2002) 64, 114-118, 128-134 頁]. なお、この 33 種類のカテゴリーは、投資会社協会(ICI: Investment Company Institute) によるものであり、CDA/Wiesenberger のデータでは 41 種類に分類され、投資会社の格付け評価機関であるモーニングスター (Morningstar) では 49 種類のカテゴリーに分類され、また、同じくリッパー (Lipper) では 86 種類のカテゴリーが提示されている (cf., Investment Company Institute (2002), pp. 8-11, 92-94, CDA/Wiesenberger Investment Companies Service (1998), p. 23, Gremillion, L. (2001) pp. 24, 52-54, 60-63 [邦訳 (2002) 64, 114-118, 128-134 頁])。

表2 投資会社協会によるファンドのカテゴリー区分

株式ファンド

- 1. 積極成長型ファンド
- 2. エマージング・マーケット株式ファンド
- 3. グローバル株式ファンド
- 4. インカム成長ファンド
- 5. 成長型ファンド
- 6. 利回り株式ファンド
- 7. インターナショナル株式ファンド
- 8. 地域株式ファンド
- 9. セクター株式ファンド

債券ファンド

- 10. 社債ファンド (一般)
- 11. 社債ファンド (中期)
- 12. 社債ファンド (短期)
- 13. グローバル公社債ファンド (一般)
- 14. グローバル公社債ファンド (短期)
- 15. 政府債ファンド (一般)
- 16. 政府債ファンド (中期)
- 17. 政府債ファンド (短期)

- 18. ハイ・イールドファンド
- 19. モーゲージバックファンド
- 20. 国内地方債ファンド (一般)
- 21. 国内地方債ファンド (短期)
- 22. その他世界債券ファンド
- 23. 単一州債ファンド (一般)
- 24. 単一州債ファンド (短期)
- 25. ストラテジック・インカムファンド

ハイブリットファンド

- 26. アセット・アロケーションファンド
- 27. バランスファンド
- 28. フレキシブル・ポートフォリオファンド
- 29. インカムミックスファンド

マネーマーケットファンド (MMF)

- 30. 国内非課税 MMF
- 31. 州内非課税 MMF
- 32. MMF (政府債型)
- 33. MMF (非政府債型)

(出所): Investment Company Institute (2002), pp. 8-11, 92-94 より作成。

このように、新たに開発された多様な投資信託が、アメリカ国内のみならず、国際的な展開をみせていったのが 1990 年代の時期であった。例えば、非課税ファンド (Tax-Exempt Funds) $^{(32)}$ や、ヘッジ・ファンド (Hedge Fund) およびレバレッジ・ファンド (Leverage Fund) $^{(33)}$ 、デュアル・

⁽³²⁾ 非課税ファンドは、1961年に最初に販売されたミューニシパル・ボンド・ファンドのように、非課税の地方債などで、ポートフォリオを構成したファンドである。これらは当初は単位型投資信託のように、信託形式で設定されていたが、1976年の租税改革法(Tax Reform Act)によって、オープン・エンド投資会社も同様のファンドをつくることができるようになった(cf., Frankel, T. (2003) pp. 31-58~31-62 [2002, Supplement])。

⁽³⁾ ヘッジ・ファンドあるいはレバレッジ・ファンドは、1960年代の株価上昇期に着目されるようになり、1998年9月のLTCM (Long Term Capital Management)の破綻のときにも、金融システムの不安定化と関連して注目されたファンドである。これらのファンドは、投資会社法の規定を受けない未登録の投資会社であり、通常、富裕な投資家向けに高リスク・高収益を提供するリミッテッド・パートナーシップスとして設立されている。その投資の特徴は、空売りや、証拠金での証券購入、また、プットやコール・オプションでの取引などのヘッジングの技術や、レバレッジを過度にかけることで、収益を高めようとするものである。また、近年では、多くのファンド複合体がヘッジ・ファンドの設立やサービスを提供しようとしており、2000年以降も、その資産規模を世界的に拡大しつつある (cf., Frankel, T. (2003) pp. 31-68~31-72. 2 [2003, Supplement])。

ファンド (Dual Fund)(34), オフショア・ファンド (Offshore Fund)(35), ファンド複合体 (Fund Complex)(36) などがそうである。その他にも,ファンド・オブ・ファンズ (Fund of Funds) を利 用した投資信託の仕組みや(37),アメリカ国内の資金と海外の資金を一括して管理するマスター・ フィーダー構造 (Master-Feeder Structure) などの仕組みなどは、国際的に活動する投資信託に定 着し、それらがこの投資資金の流れに大きな影響を与えるようになっていた。

また、このようなファンドの種類の多様化とともに、それらを投資家に販売する投資信託の販売 チャネルの多様化にもめざましいものがあった。そこでは、ミューチュアル・ファンド・スーパー マーケット,ラップ・プログラム,フィナンシャル・アドバイザーや銀行による販売,インターネッ トによる販売など、金融の技術革新や金融の自由化の流れに乗る形で、多くの販売方式を生み出し ていった(38)。このように、投資信託のもつ商品開発力や販売力の高度化は、アメリカ国民に対して、 より広範囲な形での証券所有を推進する原動力となっていったのである。

さらに、第三の要因として、上記の投資信託の発展の内的要因以外にも、金融システム全体でみ た場合,様々な金融機関が投資信託の販売や投資を推進していたことが指摘できる。特に,1980年 代後半から 1990 年代にかけて、それまでの銀行業と証券業の基本的な枠組みが変化し、投資信託業 に対する他の金融機関の参入が様々な形で進展していた。

この投資信託が急速に発展していった時期は、それまで厳しく規制されていた銀行業による投資 信託業務への参入が認可された時期でもあった(39)。特に、1994年になると、国法銀行(applicant national banks) が、ミューチュアル・ファンドの資産を買収することで、そのファンド・ファミ リーの投資顧問業務,ブローカー業務,管理サービス業務を行うことが通貨監督官によって認めら れたのであった(40)。

このように、投資信託の発展は、従来の商業銀行との貯蓄性資金をめぐっての競争の歴史と同時

⁽³⁴⁾ デュアル・ファンドは、1967年に、レバレッジ・ファンドの特殊なタイプとして、イギリスからアメリカに導 入されたものである。このファンドは、インカム・シェアと、キャピタル・シェアという二種類のクラスの株式を 発行し、前者を購入した投資家は、その投資会社のインカム・ゲイン(利子と配当)を全て受け取り、後者を購入 した投資家は、投資会社の資産が生み出したキャピタル・ゲインを全て受け取るという構造になっており、そこで はレバレッジ効果を生み出すことを可能としている (cf., Frankel, T. (2003) pp. 31-72. 2~31-77 [2002, Supplement])。

⁽⁵⁾ オフショア・ファンドは、合衆国以外の国や地域で設立された投資会社であり、その証券の販売は、アメリカ市 民や居住者以外の人々に行われている。このファンドは、規制や課税がされないため、柔軟な投資政策の採用や変 更を行うことができる (cf., Frankel, T. (2003) pp. 31-77~31-79)。

⁽³⁶⁾ ファンド複合体については、北條裕雄(1992)73-75頁、三谷進(2001)207-219頁、Frankel、T. (2003) pp. 31-91~31-100 [2003, Supplement]を参照されたい。

⁽³⁷⁾ ファンド・オブ・ファンズについては、三谷進(2001) 199-219 頁を参照されたい。

⁽³⁸⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 23 [邦訳 (2002) 64 頁]. その具体的な経過については, Henriques, D. B. (1997) に詳しい記述があるので, そちらを参照されたい。

⁽³⁹⁾ Cf., Frankel, T. & C. E. Kirsch (1998) pp. 457-458.

⁽⁴⁰⁾ Cf., ibid. ただし, 証券の引受業務とミューチュアル・ファンドの取締役会への出席は認められなかった。

に、銀行規制を含めた金融規制そのものの再構築の歴史でもあったのである(41)。

以上のように、1990 年代のアメリカ金融市場では、投資信託の資産規模が急速に拡大するなかで、株式の所有構造が大きく変化し、また、国際的な投資資金の流れにも変化が生じていったのである。特に、1970 年代から、投資信託は、その内部構造の革新を進め、金融市場で重要な役割を担うようになっていく。また、ちょうど、「金融の自由化」の流れに合致するようにして、金融市場および投資信託に関する規制緩和が展開し、「株式所有の機関化」現象が顕著なものになっていくなかで、投資信託を取り巻く制度的な環境や、投資信託のシステムそのものが大きな変貌を遂げていくことになる(42)。この点については、次節で詳しく検討する。

III 投資信託の規制緩和と構造変化

第Ⅱ節でみてきたように、1990年代以降、アメリカ金融市場における投資信託の位置づけは大きく変化してきた。本節では、さらに、その具体的な変化の状況についてみていくことにしたい。

まず、1990年代に行われた投資信託に関する証券規制の変更についてみていこう。1990年代初頭から金融市場における比重を高めてきた投資信託に対して、1996年の国内証券市場改革法(National Securities Markets Improvement Act of 1996: NSMIA)は、1940年の投資会社法の規制を緩和し、投資信託グループの組織化や、その投資信託システム内部での株式の相互保有を認めたり、ヘッジファンドなどの未登録のプライベート・プールの株主数の制限を緩和するなど、1990年代の金融市場の要求に応えるものであった。

特に、この法律では、証券関連法の施行に関する州と連邦の境界を再定義し、ミューチュアル・ファンドの州規制を撤廃した⁽⁴³⁾。また、そこでは、1940年の投資会社法において、投資信託が別の投資信託の株式に投資することを禁じていた第 12 条(d)項(1)(B)を削除し、「ファンド・オブ・ファンズ (Fund of Funds)」での株式の公募を投資信託に認めたのであった⁽⁴⁴⁾。さらに、証券取引委員会 (SEC) に未登録のプライベート・プールであるヘッジ・ファンドやベンチャー・キャピタル・ファンドの株式の公募を,「条件を満たした(qualified)」株主に対して、その人数を制限せずに行うことを認めたのであった⁽⁴⁵⁾。

それまでのヘッジ・ファンドは,通常,リミテッド・パートナーシップとして設立され,1940年の投資会社法における「投資会社」としての規定を回避するために,条件を満たした 99 人の株主に人数が制限されていたのであった⁽⁴⁶⁾。

⁽⁴¹⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) pp. 161-162 [邦訳 (2002) 288-291 頁], Frankel, T. & C. E. Kirsch (1998) pp. 455-470, Willis, J. E. (1995). なお, グラム・リーチ・ブライリー法などの金融制度改革の概況については, 高木仁 (2001), 坂本正 (2000), 高月昭年 (1999 a, 1999 b) を参照されたい。

⁽⁴²⁾ Cf., Hawley, J. P. & A. T. Williams (2000) pp. 42-68.

⁽⁴³⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 50.

⁽⁴⁴⁾ Cf., Fortune, P. (1997) pp. 50-51.

⁽⁴⁵⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 51.

⁽⁴⁶⁾ Cf., *ibid*. なお,条件を満たした株主とは、500万ドル以上の資産をもつ個人、2500万ドル以上の資産をもつ金融機関、上記の条件を満たした投資家によって設立された信託のことを指している。

また, 1940 年投資会社法の第 17 条(a)項では,「登録された投資会社と関連のある人 (affiliated person of a registered investment company)」と投資信託との取引を制限し、両者の間の証券の 売買や資金の貸付を禁止していた。つまり、ファンド・ファミリーの各ファンドは、「登録された投 資会社と関連のある人 | にあたり、ファンド・ファミリー内部での現金や証券の貸付や、証券の取 引は禁止されていた。しかし,第 17 条(b)項では,公正性(fairness)の一定条件が満たされていれ ば, SEC は上記の条項の免除の指令を与えることができるようになっており, 1990 年代に, ファン ド・ファミリー内部での証券取引を発生させる余地を残していたのであった。

また、投資会社法の第18条では投資信託の資本構成が規定されており、そこでは、投資信託のレ バレッジを規制することを主な目的としていた。この第 18 条(f)項(1)では, ミューチュアル・ファン ドのようなオープン・エンド投資会社が上位証券を発行することを禁止しており、銀行からの借入 のみを認めていた。そこでの銀行貸付は、ファンドの総資産の331/3%以下までに制限されており、 また、その銀行信用の供与は無担保で行われるのが典型的であった(47)。このように、銀行貸付の場 合では,アセット・カバレッジ比率が,3対1,つまり,総資産3に対して銀行貸付が1となる範 囲に限定されており、もし担保が要求される場合でも、銀行貸付の3倍(300%)以下となってい た(48)。また、投資信託の資産が下落して、銀行の貸付残高の3倍を下回る場合には、投資会社法の この債務制限の規定から、すぐにその銀行貸付を返済しなければならないということになる。

また,投資信託のレバレッジについて考える場合に,「上位証券」の範疇が問題になるが(49),一般 に、「上位証券」には、社債や優先株のほかに、レポ取引(Repurchase agreements)、オプション (option writing), 先物 (short futures positions), 空売り, ブローカーやディーラー等の顧客に よる空売りのための証券貸付などがあるとされている(50)。このような「上位証券」の利用は、本来、 投資会社法第 18 条(f)(1)のもとでは認められていないが、証券取引委員会 (SEC) は、いくつかの条 件を満たせば、これらの取引を認める解釈を発表していた(51)。

このような法律の変更は、当時の金融市場における金融機関の意向を強く反映させ、その投資活 動をより自由で,機動的な資産運用を行うことを可能にさせたのである。ただし,このことは,両 大戦間期に投資信託が行った様々な擬制的な活動を容認する余地を生み出し,1920年代のような金 融市場の自己循環的な拡大をもたらすことを可能にすることになった(52)。

この 1990 年代の証券規制の変更は、アメリカにおける投資信託のあり方を大きく変化させること になった。また, 1995 年にアメリカ証券取引委員会 (SEC) は, ルール 18f-3 を施行したが, これ

⁽⁴⁷⁾ Cf., ibid.

⁽⁴⁸⁾ Cf., ibid.

⁽⁴⁹⁾ 上位証券の定義は、「ボンド、ディベンチャー、ノート、証券を構成し負債を証明する同様の債務証書、資産分 配や配当支払において他の種類(class)の株式を上回る優先権をもったある種類(class)の株式」(1940年投資 会社法第 18 条(g)項) となっている。

⁽⁵⁰⁾ Cf., ibid.

⁽⁵¹⁾ これらの条件とは、目論見書 (prospectus) で明確に認められていること、銀行貸付に必要とされた 300%の資 産カバレッジを守ること, そのファンドは, 創り出された債務と同価値の証券を分離勘定で保有し, その債務は, 日々,市場で値付けがされていることがあげられている (cf., ibid.)。

⁽⁵²⁾ 両大戦間期の投資信託の擬制的な活動については、三谷進(2001)を参照されたい。

は、一つのファンドが複数の株式を発行することを認めることになり、非常に複雑な手数料体系(53)をもった複数資本構成が形成される結果になった(54)。

このように、投資信託に関する規制の変更は、そのシステムのあり方そのものを変化させていく ことになったが、次に、その投資信託の内部システムを具体的にみておこう。

一般に、ミューチュアル・ファンドと呼ばれる投資信託の内部構造は、スポンサー、ディストリビューター、アドバイザー、アドミニストレイター、カストディアン、トランスファー・エージェントにより一つのシステムを形成している。

スポンサーは、最初にファンドを組成する役割を担う。次に、ディストリビューターは、ブローカー・ディーラーとして登録され、いわゆる投資銀行の役割を果たしており、新規の株式を発行することに責任をもっている。また、アドバイザーは、ファンドのポートフォリオの決定と、その借り入れや貸付に対して責任をもつ。さらに、アドミニストレーターは、キャッシュ・フローや取引の会計およびモニタリングに対して責任をもつ。通常、商業銀行がその役割を担うカストディアンは、保有もしくは取引を行った証券の記録をもち、それらの証券の価格をはっきりさせ、一般的な会計業務に責任をもつ。

最後のトランスファー・エージェント⁽⁵⁵⁾ は、ファンドの株式を保有している人々の記録を保有し、また、ファンド株式の販売や買い戻しにおける現金の受け払いを行い、現金配当とキャピタル・ゲインの分配に対して責任をもつ。

アメリカの金融市場において、ファンドのポートフォリオ・マネジャーは、ブローカーに対して 証券売買のオーダーを出し、ブローカーは、証券取引所においてそのオーダーを実行する。その際、 販売を行うブローカーと、購入を行うブローカーは、清算機関である NSCC(National Security Clearing Corporation:全米証券清算会社)(56) に取引情報を報告する。

⁽³⁾ このような複雑な手数料の設定は、その情報開示の不透明さと相まって、様々な問題を引き起こしている。例えば、1999 年から 2001 年にかけての株式市場の下落に伴い、投資信託の運用成績は悪化したが、その間に投資家から徴収する手数料は上昇を続けており、2003 年 3 月のアメリカ議会下院の金融サービス委員会でも「投資家は公正な処遇を受けていない」という批判が出されていた(『日経金融新聞』2003 年 4 月 15 日、p. k 7)。また、証券取引委員会(SEC)の調査でも、投資信託を取り扱う販売会社が手数料を取りすぎている実態も明らかにされている。さらに、投資信託は投資銀行などに対し、売買手数料のほかに、調査費やソフトウエア使用料などの様々な便宜を受けた対価として「ソフトグラー」と呼ばれる手数料を支払っており、これがさらに投資信託の費用構造を不透明にしているという問題点も指摘されている。今後、アメリカの投資信託では、このような複雑な手数料体系の適正化・統一化を図っていくことが必要とされてきている。

⁽⁵⁴⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) pp. 108, 129, 131 [邦訳 (2002) 207-209, 242-243, 245-246 頁].

⁽⁵⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 48, DALBAR Inc. (1996). トランスファー・エージェントの業務は、多くは独立した会社が行っているが、巨大なファンド複合体においては、これらのエージェントは、ミューチュアル・ファンドのアドバイザーの関連会社であることが多い。

⁽⁵⁶⁾ NSCC は、アメリカにおける株式や社債などの企業証券や地方債の主要な清算機関として、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、全米証券業協会(NASD)のそれぞれの清算会社が統合される形で1976年に設立された。その主な業務としては、通常の証券会社間の証券(株式、社債、ADR、地方債など)取引に関する照合、清算であり、この他に、証券会社と投資信託運用会社間のメッセージ交換、清算サービス(Fund/SERV)など、各種の関連サービスを提供している(日本証券経済研究所(1998)182-193 頁を参照)。

NSCC は、両者のブローカーからの取引情報を照合し、その情報が正しければ、その証券決済の 保証を行う。その後、決済日に、それぞれの会員ブローカー間での支払金額と受取金額の差額であ るネット資金と, 証券の振替を確定する。

証券情報は、アメリカにおける中心的な証券預託機関である DTC (Depository Trust Company:証券保管信託会社)に報告され,その記録に基づき,DTC が証券の所有権の振替を行う。こ のネット資金の移動については、NSCC から、ファンドの現金残高を取り扱っているカストディア ンに報告されることになる。

次に、ファンド株式に投資を行う投資家について考えてみよう。あるファンドに投資を行おうと 考えている投資家は、直接に取引を行う場合には、トランスファー・エージェントに電話をして、 ファンド株式の購入や買い戻しを指図する。次に、トランスファー・エージェントは、その株式の 所有権の変更を記録し、株式の売買に伴う支払を行う。

また、第三者を通じて取引を行う場合には、投資家は、ブローカーかフィナンシャル・プランナー に電話をする。そして、このブローカーもしくはフィナンシャル・プランナーが、ファンド株式の 清算システムとして機能しているファンド・サーブ (FundServe)(57) に、その顧客の注文を送るこ とになる。ファンド・サーブは、ブローカーと顧客間の情報を集め、それをトランスファー・エー ジェントに送り、それを受ける形で、トランスファー・エージェントは、その所有権を記録し、売 買代金の支払いを行うことになる。

つまり、NSCC は、日々、ファンド・サーブを利用しているブローカー等の会員の個々の資金の 流出入を集計し、それらを単一の資金フローに集約して差額決済を行うのである。このように、ファ ンド・サーブは、ファンドとブローカー間での取引におけるネット決済機能を提供しており(58)、そ れによって, 証券取引に必要な資金の節約を進めることが可能となる。

本来、個々のブローカーやファンドは、その売買や情報のやりとりに必要なコンピューターシス テムをもつ必要があったが,このようなファンド・サーブのシステムによって全てのブローカーと ファンドの間の取引が一括して決済できるようになり、そのために必要な個々のシステム投資等の 証券取引費用も節約されることになった(59)。以上の投資信託をめぐる取引関係を図示すると、以下 の図15のようになる。

それでは、次に、投資信託における資金決済のメカニズムについて詳しくみていくことにしよう。 投資信託の資金決済を理解する場合,トランスファー・エージェント (transfer agent) が非常に重

⑸ ファンド・サーブ (Fund/SERV) は、ファンド会社と、ファンドを販売しているブローカーを接続するシステ ムとして, 1986年に NSCC によって導入された。ブローカーは, このシステムを通じて, ファンド会社に対する 注文内容の提示と登録事務を行い,それに対して,ファンド会社もその内容の確認をシステムを通じて行うことが できるようになった。また,その他にも,ブローカーから顧客の口座情報の変更内容をファンド会社に送信したり, 逆に、純資産価額や分配金の金額、支払期日などのファンドに関する情報をブローカーに送信したり、また、ファ ンドからブローカーへの販売手数料の支払いも、この NSCC のファンド・サーブ・システムによって行われてい る (cf., Gremillion, L. (2001) pp. 141-142 [邦訳 (2002) 262-263 頁])。

⁽⁵⁸⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 143 [邦訳 (2002) 264 頁].

⑸ Cf., Gremillion, L. (2001) pp. 141-142 [邦訳 (2002) 263 頁]. なお, NSCC のファンド・サーブへの参加者と その役割および機能については, ibid., p. 142, Figure 7 [邦訳 264 頁, 図 7] を参照されたい。

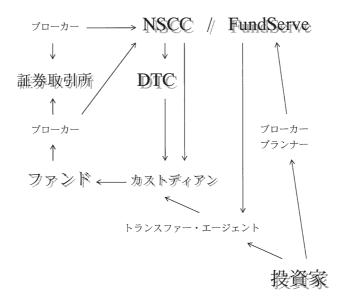


図15 投資信託の基本的な取引メカニズム

(出所): Fortume, P. (1997) p. 48 より作成。

(注): NSCC とは、主要な証券取引所(ニューヨーク証券取引所 [NYSE], アメリカン証券取引所[ASE], 全米証券業協会 [NASD] の清算部門が分離・統合され、1976年に設立され た全米証券清算会社 (National Security Clearing Corporation)の略であり、大部分の株式や債券の決済業務を取り扱 う機関である。また、DTC は、証券保管信託会社 (Depository Trust Corporation)の略であり,証券の証書を保管し, その所有権を記録する機関である。また、FundServe は、証 券会社と投資信託運用会社間のメッセージ交換,清算サービ スを提供している。なお, 1999 年に, NSCC と DTC が合併 されて、DTCC (Depositary Trust & Clearing Corporation) が設立され、清算・ネッティング決済機能と預託機能 が統合されることになった。その結果, 現在のミューチュア ル・ファンドに関する資金決済と証券所有権の移転処理は DTCC で行われている。詳しくは、Gremillion, L. (2001)、 pp. 89-90, 141-143 [邦訳 (2002), 177-178, 262-265 頁], Fortune, P. (1997) p. 48, 日本証券経済研究所 (1998) を参 照されたい。

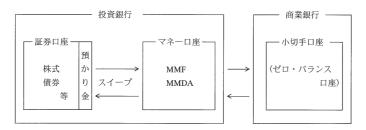


図 16 CMA の仕組み

要な機能を果たす。この投資信託をめぐる資金の流れについてみていくことにしよう。

まず、トランスファー・エージェントについては、「株式の保有主を記録し、適切なタイミングでその保有者に配当もしくは利息を支払い、年次報告書などの必要書類を投資家に送付し、証券の売買に際して所有を移転させる機関」⁽⁶⁰⁾とされている。つまり、トランスファー・エージェントは、投資家と投資信託の間に立って、その取引に関わる様々な業務を全て取り扱っているということができる。

具体的には、①投資家の口座記録の管理、②入金と出金の処理、③投資家に対する配当金とキャピタル・ゲインの支払い、④確認書・明細書・納税書などの各種書類の送付といった証券取扱業務が、トランスファー・エージェントのバックオフィス機能に含まれる⁽⁶¹⁾。

特に、投資家が投資信託を購入する場合には、そのファンドを取り扱うトランスファー・エージェントに口座を開設する必要があり⁽⁶²⁾、投資家は、その口座を通じて、投資信託の投資に必要な資金の移転や、逆に、投資信託からの配当やキャピタル・ゲインの支払いを受けることになる。

また、このような投資家の口座の資金は、メリルリンチによって開発された CMA (Cash Management Account)等の仕組みを利用することで信用制度と結びつけられ、より効率的な資金の運用が可能となっていた(図 16)。

このCMAは、預かり資産である証券を担保にした貸付が行われ、さらに、その「マネー口座」

⁽⁶⁰⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 185 「邦訳 (2002) 327 頁].

⁽⁶¹⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 189 [邦訳 (2002) 333 頁].

⁽②) この口座の開設を行うためには、口座申込書をトランスファー・エージェントに送付する必要があり、そこには、以下の情報を記入して口座登録を行わなければならない。①投資家に関する情報(名前、住所、納税状況、身分証明[社会保障番号など])、②口座の種類(個別もしくは共同の口座、代理人による口座、IRA などの信託の口座、企業や年金基金などの機関投資家の口座など)、③関係者の情報(明細書の副本の受取人、現金の受取人、受益者など)、④サービスのオプション(配当やキャピタル・ゲインを現金で受け取るかファンドへの再投資という形で受け取るかの選択のほかに、自動投資プラン、自動引き出しプラン、小切手の発行権、資産配分のプログラム、各種報告書についての複数口座の統合、インターネットを用いた口座情報へのアクセス、他ファンドを買い付けるための配当金やキャピタル・ゲインの自動投資などのサービスについても選択することができる)、⑤手数料割引に関する情報(投資額が一定の金額に達すると段階的に手数料の割引がなされ、それは同一ファンド・ファミリー内に複数の口座を保有していれば合算して計算されたり[これをROA: rights of accumulation と呼ぶ]、必要額を一定期間(通常13ヶ月)のうちに入金することを表明すれば割引がなされたりする[これをLOI: letter of intent と呼ぶ])。(cf., Gremillion, L. (2001) pp. 189-191 [邦訳 (2002) 333-335 頁])

と「証券口座」を基盤にして小切手の発行を行うことができる点に特徴がある。

また、CMAでは、投資家の有価証券を管理している「証券口座」と、MMFやMMDAを管理している「マネー口座」との間で、スイープと呼ばれる資金の自動的な移転が行われていた。つまり、投資家の証券口座に保有されている株式や債券を売却したり、そこから配当や利子が得られた場合には、それらの資金は自動的にMMFの購入に回される。また、その逆に、株式や債券を購入する際には、マネー口座にあるMMFが自動的に解約され、そこから得られた資金で証券の購入を行うことが可能となっている。

また、証券口座にある株式や債券などを担保にして、投資家は融資を受けることが可能になっていた。この証券担保貸付は、その預かり資産の種類によって融資限度額が決められており、例えば、普通株式の場合には、その資産額の50%程度に設定されている $^{(63)}$ 。

さらに、投資銀行の CMA は、商業銀行の小切手口座と連結され、それを通じて、投資家は小切手の利用が可能となっていた。投資家は、この CMA の小切手を用いて一般の商品の購入を行ったり、また、この小切手口座に給与や年金等の振り込みを行ったり、口座振替による支払いを行ったりしていた。

このような投資銀行の CMA と商業銀行の小切手口座の間では、小切手口座を通じて、CMA に現金の振り込みを行ったり、また、CMA からは、利用された小切手代金の支払いや口座振替などがなされたりする。また、投資家がカードを通じて商品の購入を行った場合には、VISA などのカード会社に対してカードの利用料金が CMA から支払われることになる。

このように、CMAのマネー口座にある MMF は、商業銀行にある小切手口座を基礎にしながら、証券口座との間で投資資金のやりとりを行うようになった。これを投資銀行のみに集中してみると、この MMF のあるマネー口座が、証券取引の「実質的な決済口座」として利用されていることがわかる(64)。ただし、あくまでも、CMAの小切手は、商業銀行にある「ゼロ・バランス口座」を媒介にして発行されており、両者の間での資金調整を通じて、最終的な決済が可能になっている。

また、証券取引を通じて得られた資金は MMF の形でマネー口座に滞留するため、証券取引の売買に必要な資金は、MMF という投資信託の形態で存在することになる。そのため、この CMA を通じた証券取引が拡大すればするほど、 MMF の残高もそれに比例する形で増加することになったのである。

このようなスイープ勘定は,「オーバーフロー(overflow)勘定」とも呼ばれ,様々な金融機関においてそのサービスが提供されていた $^{(65)}$ 。例えば,1980年代初頭のバンク・オブ・ニューヨーク (Bank of New York) では,「チェックインベスト("Checkinvest")」と呼ばれるスイープ勘定がつくられたり,チェース・マンハッタン(Chase Manhattan)銀行では,7500ドルの小切手勘定を上回る金額は自動的に MMF に投資され,さらに,そこに設定された5つのファンドに選択して投資を行うことができた $^{(66)}$ 。その他にも,マスター・カード(Master Card)では,スイープ勘定

⁽⁶³⁾ 野村総合研究所研究創発センター(1997)85-86頁を参照。

⁽⁶⁴⁾ 同上書,86頁を参照。

⁽⁶⁵⁾ Cf., Seligman, B. (1983) p. 90.

⁽⁶⁶⁾ Cf., Seligman, B. (1983) p. 92.

にディスカウント・ブロカレッジ・サービスが付与され、MMF やその他の投資サービスをも受ける ことができたのである(67)。

このように、商業銀行は、投資信託の資金管理において重要な役割を果たしていたが、さらに、 それと関連して、投資信託の証券保管(カストディアン)業務を行う側面から、商業銀行の役割に ついてみていくことにしよう。

カストディアンの業務は、主要な商業銀行がその役割を担っており(表3)(68)、特に、ステート・ ストリート・コーポレーションは、1998年のデータでみると、約1兆8600億ドルのカストディ資産 を保有し、マーケット・シェアの25%を占めていた。また、第2位のチェース・マンハッタン・バ ンクと, 第3位のバンク・オブ・ニューヨークも, それぞれ, 8580億ドル, 7320億ドルのカストディ 資産をもち、これら上位三行だけで、全体のシェアのほぼ半分を占めていた。さらに、上位 10 行で みると、その累積マーケット・シェアは87.3%に達しており、その事業が特定の銀行に集中してい たことがわかる⁽⁶⁹⁾。

これは、カストディアンの業務それ自体の性格に由来する。この証券取扱業務を行うためには、 保管している証券の管理を全般的に行わなければならず、そのための巨額の情報関連設備の投資が 必要になるからである。

カストディアンの中心的な業務は、投資信託が投資を行っている証券を保管し(**)、その決済や、 利子および配当の入金に伴う資金の移動を管理することにある(71)。

そこでは、それぞれの投資信託のカストディアンの役割を果たす金融機関は、預託機関である DTC に証券口座と現金口座を開設している。その証券口座においては、投資信託が投資を行ってい る証券の管理が行われている。また、現金口座では、利子や配当など、証券を保有することに伴っ て生じる資金や、証券の売買に伴う資金決済の管理が行われている(図17)。

例えば、この預託機関においてカストディアン間の証券決済が行われる際には、その証券の清算 資金を,買い手であるカストディアンIの現金口座から売り手であるカストディアンⅡの現金口座 へと移動し、それと同時に、証券の所有権をカストディアンⅡの証券口座からカストディアンⅠの 証券口座へと付け替えるという処理を行うことになる(図18)(72)。

また、利子や配当の支払は、次のような順序で行われる。証券を発行した企業、または、トラン スファー・エージェントが、まず預託機関に対して利子または配当を支払う。次に、その支払を受 けた預託機関は、それらを各カストディアンの口座へ振り分け、最後に、カストディアンが、それ

⁽⁶⁷⁾ Cf., ibid.

⁽⁶⁸⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 91 「邦訳 (2002) 180 頁].

⁽⁶⁹⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) pp. 90-91 [邦訳 (2002) 179-180頁].

^{(70) 1990} 年代の証券取引の電子化に伴い、現物の証書の形態で発行される証券は少なくなってきており、カスト ディアンと預託機関, さらに, 証券を発行する企業のシステム上の記録としてのみ証券は存在するようになってき ている。ただし、現物の証券の場合には、カストディアンは、その証書を自らの金庫に保管することになる (cf., Gremillion, L. (2001) p. 90 [邦訳 (2002) 179頁])。

⁽⁷¹⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 90 [邦訳 (2002) 179 頁].

⁽⁷²⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) pp. 90-91 [邦訳 (2002) 179-180 頁].

表3 ミューチュアル・ファンドのカストディアン

1998年 ランキング	会社名/カストディグループの本社所在地	カストディ資産 (単位:百万ドル)	ファンド 本数*	累積 マーケットシェア
1	State Street Corporation/Boston	1,861,993	2,807	25.5%
2	The Chase Manhattan Bank/ New York	858,000	1,096	35.4%
3	The Bank of New York/New York	732,000	1,402	48.1%
4	Bankers Trust Company/New York	329,720	321	51.1%
5	Brown Brothers Harriman/Boston	292,180	629	56.8%
6	PFPC Bank/Lester, PA	280,224	900	64.9%
7	First Union National Bank/ Philadelphia	180,000	271	67.4%
8	Mellon Trust/Philadelphia	157,200	959	76.1%
9	Investors Bank and Trust/Boston	98,361	878	84.1%
10	UMB Bank/Kansas City	92,966	354	87.3%
11	Firstar Trust Company/Milwaukee	65,000	231	89.4%
12	Norwest Bank/Minneapolis	29,000	292	92.0%
13	Northern Trust Company/Chicago	25,772	226	94.1%
14	Fifth Third Bank/Cincinnati	22,000	136	95.3%
15	Union Bank of California/ San Francisco	18,072	93	96.2%
16	Star Bank/Cincinnati	16,752	286	98.8%
17	Citibank N. A./New York	15,000	48	99.2%
18	Custodial Trust Company/ Princeton, NJ	6,222	43	99.6%
19	Bank One Trust Company/ Columbus, OH	4,022	29	99.8%
20	The Huntington National Bank/ Columbus, OH	2,600	17	100.0%

(原資料): The 1998 Custody Service Guide, Securities Data Publishing, 1998. 1998年6月30日現在。

^{*} 米国内オープン・エンド型ファンドのみ。 (出所): Gremillion, L. (2001), p. 91, Table 1.

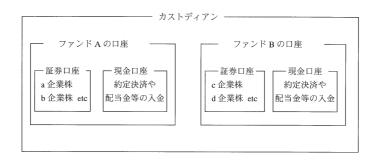


図17 カストディアンにおけるファンドの口座

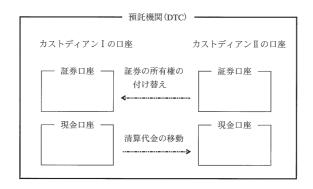


図18 預託機関におけるカストディアンの口座

ぞれの顧客に対して、その口座に利子·配当を支払うということになる(⁷³⁾(図19)。また、これ以外 にも、証券の発行体から直接にカストディアンに対して、利子や配当の支払が行われ、それが顧客 に分配されるルートも存在している。

なお、上記の業務以外に、空売りを行っている金融機関に対して、ファンドが保有している証券 を貸し付ける際にセキュリティーズ・レンディングの仲介機能の提供もなされている(74)。

また、ファンドのカストディー口座に残っているオーバーナイトの余裕資金を、カストディアン が用意した短期ファンドに自動的に振り替えて運用するサービスの提供もある(75)。これは,商業銀 行の預金口座に預けられた短期の証券投資資金が漏れなく活用されることを可能とする。商業銀行 による自動的な振り替えサービスは、投資信託の投資資金を死蔵させることなく、生きた資本とし てそれを限りなく効率的に運用することができるようになる。

さらに、カストディアンである商業銀行は、投資信託に対して、その短期的な流動性を維持させ

⁽⁷³⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 91 [邦訳 (2002) 180 頁].

⁽⁷⁴⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 92 [邦訳 (2002) 182 頁].

⁽⁷⁵⁾ Cf., ibid.

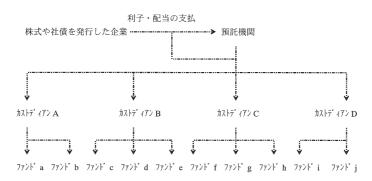


図19 利金・配当金の流れ

るためにクレジット・ラインの設定や当座貸越を認めていた⁽⁷⁶⁾。これにより、投資信託に対する一時的な買い戻し請求が増加した場合でも、投資信託は自らのポートフォリオに保有する証券を売却せずに、短期的な流動性の回復を行うことができるようになる。

その他にも、ファンド計理処理やアドミニストレーション、コンプライアンスやリスク・モニタリング、レポーティングや保有有価証券に関する情報提供などの投資信託が必要とする証券取扱業務をカストディアンは提供している⁽⁷⁷⁾。また、これらのサービスの提供は、証券の保管業務から得られるカストディ手数料に、さらに追加の手数料を科すことで、自らの収益性を高めることをカストディアンに可能とさせている。

このように、投資信託が金融市場において拡大を続けていく上で、金融システムの中核に位置していた商業銀行の機能が重要な役割を果たしていた。商業銀行は、カストディアンとして、投資信託の様々な証券取扱業務を手がけ、さらに、CMA などの口座を通じて小切手を発行する場合にも、商業銀行の銀行口座が基本的な決済機能を提供し、それを基礎として、投資信託を媒介とした貯蓄から投資への自動的な資金転換メカニズムが、スイープのような形で実現するようになったのである。

このような投資信託のメカニズムの高度化は、投資信託の規模の拡大を促進し、巨大なファンドグループで形成される投資信託システムの発展を推進していくことになった。

また、アメリカの投資信託は、歴史的に、いくつもの巨大な投資信託グループに資産が集中する傾向をもっており、その投資信託システムでの投資資金の移動が様々な形で行われていた(78)。これ

⁽⁷⁶⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 93 「邦訳 (2002) 182 頁].

⁽⁷⁷⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 93 [邦訳 (2002) 182-183頁].

⁽⁷⁸⁾ このような投資信託システムの構造とその歴史的な変遷については、三谷進(2001)を参照されたい。また、アメリカの投資信託において、特定のファンドに資産が集中する傾向は、一般には、資産運用における「規模の経済性」を追求するものとして理解されている。ただし、これは、アメリカにおける新たな金融資本の形成とそこでの集中化という観点からさらに分析を深めていく必要もあるだろう。さらに、アメリカにおいて発展を遂げた投資信託と、それに対して、その資産集中の程度が著しく劣る日本の投資信託との比較も行う必要がある。これは、資産運用力、制度的な規制の状態、投資信託システム内部に資金を滞留させるための仕組みなど、様々な観点から分析を行い、今後の日本における市場型間接金融の実現性について検討を加えていかなければならない。

は, 1960 年代には「ファンド複合体 (Fund Complex)」と呼ばれ, 1980 年代から 1990 年代にかけ ては,巨大な「ファンド・ファミリー(Fund Family)」として,急速にその資産規模とファンドの 種類を拡大させ(79),上位 27 の投資信託グループに投資信託全体の資産の 60%以上を集中させるこ とになった (表4)(80)。

このファンド・ファミリーでは,一般的に,様々な種類のファンドを一つの投資顧問会社が管理 しており、1996年末のファンド数でいえば、メリルリンチ・アセット・マネジメントの場合には323 のファンドを,フィデリティでは302のファンドを,ドレイファスでは262のファンドを管理する という体制を築いていた。このように、多数のファンドをもつファンド・ファミリーの大きな特徴 として、ファンドに投資を行っている投資家が、そのファンド・ファミリー内の別のファンドに投 資する際には、手数料を請求することなく、その資金のスイッチングを行えるようにしていた。そ のため、多様なファンドの間での投資家の資金の移動が自由に行われ、その投資資金をファンド・ ファミリー内に滞留・蓄積させる効果をもったのである。

これらのファンド・ファミリーのうち、上位27グループの状況をみると、そこでは、1904の異な るポートフォリオを運用し、3505種類の株式を発行していた(81)。これを平均すると、1つのポート フォリオにつき、ほぼ2種類の株式が発行されていたということになる。

つまり、投資信託は、株式を発行し、それを投資家に販売することで投資資金を調達し、それを 用いて、様々な証券に分散投資を行い、そのポートフォリオを構築する。その際に、投資信託は、 しばしば、複数の種類の株式を発行し、その株式は、それぞれ異なった手数料の構造をもっている。 あるファンド・ファミリーにおいて, A 株式, B 株式, C 株式が発行された場合, それぞれの株式 が、同じポートフォリオの所有権を示すことになり、これは、そのポートフォリオに対して、三つ

⁽⁷⁹⁾ ファンド複合体については、三谷進(2001)207-219頁を参照されたい。

⁽⁸⁰⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 49. その資産規模については、正確には、1995 年末には 66.2%、1996 年末には 62. 8%であった。また,ファンド数の比率でいえば,1995年末には57.9%,1996年末には,56.2%が集中していた。 このように、アメリカの投資信託では、資産の集中度が高く、上位3社のファンド・ファミリーをみると、1996年 末で、8320億ドルの資産を保有しており、これは業界全体の25%を占めていた。なお、投資信託業界における集 中化の進展については、ハーフィンダール指数(HHI)での分析をもとに集中は行われていないという議論が主張 されている (cf., Gremillion, L. (2001) pp. 287-290 [邦訳 (2002) 488-492 頁])。ただし、この分析については、 そのデータの取り扱い方や分析手法について、もう一度、検証し直す必要があるだろう。

⁽⁸¹⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 49.

表 4 1990年代のファンドファミリーの状況

			1995年末			1996年末		1995-96年
順位	ファンド複合体	資産 (100万ドル)	ファンドの数	ポートフォ リオの数	資産 (100万ドル)	'ァンドの数	ポートフォ リオの数	資産成長率(%)
1	Fidelity Advisors/Distributors	353,245	246	207	427,071	302	225	20.90
2	The Vanguard Group	184,833	84	84	245,518	87	87	32.83
3	Merrill Lynch Asset Mgt.	141,987	316	102	159,769	323	103	12.52
4	American Fund Distributors	138,320	30	30	174,362	30	30	26.06
5	Franklin Distributor	114,026	171	117	135,499	185	118	18.83
6	Putnam Financial Services	78,372	180	61	111,531	179	67	42.31
7	Dreyfus Premier/Service Corp.	73,924	263	154	77,008	262	147	4.17
8	Smith Barney Advisors	65,796	179	72	75,372	184	83	14.55
9	Federated Securities	63,480	179	115	66,457	204	119	4.69
10	Dean Witter Reynolds	63,382	80	80	72,061	85	85	13.69
11	T. Rowe Price Investment Svcs	50,872	66	66	67,825	70	70	33.32
12	IDS Financial Services	48,141	94	32	58,142	113	47	20.77
13	Oppenheimer Investors Svcs	46,115	149	69	58,631	152	60	27.14
14	American Century Investments	44,323	58	58	50,893	61	61	14.82
15	Prudentiial Securities	43,768	154	76	46,547	164	72	6.35
16	Zurich Kemper Investments	40,844	117	48	37,618	132	53	-7.90
17	AIM Distributors	39,998	53	28	58,011	55	29	45.03
18	Charles Schwab	31,613	24	24	43,091	30	30	36.31
19	Alliance Fund Distributors	27,138	142	58	32,916	161	60	21.29
20	Massachusetts Financial Svcs	26,436	128	58	33,024	131	56	24.92
21	Paine Webber	26,224	94	48	28,247	89	44	7.71
22	Van Kampen American Capital	25,781	106	39	29,534	108	41	14.56
23	Janus Funds, Inc.	24,181	19	19	35,680	23	23	47.55
24	First Union Nat'l Bank of NC	23,829	203	80	26,119	195	70	9.61
25	Scudder Investor Services	21,618	46	46	23,257	48	48	7.58
26	PIMCO Advisors	21,008	87	41	25,503	88	41	21.40
27	PNC Inst'l Management Corp.	20,081	49	39	21,536	44	35	7.25
	合計	1,839,335	3,317	1,851	2,221,222	3,505	1,904	20.76
	投資信託全体の合計(ICI データ)	2,777,357	5,728	n.a.	3,535,330	6,235	n.a.	27.29
	投資信託全体に占める比率	66.2%	57.9%	n.a.	62.8%	56.2%	n.a.	n.a.

n.a. =not available

Source: Financial Research Corporation, FRC/Access Database.

(出所): Fortune, P. (1997), p. 49, Table 1 より作成。

(注):ファンド数がポートフォリオの数を超えているものは、同じポートフォリオの中で複数のクラスの株式が発行されているものである。なお、表の順位は、1995年末のものである。

の「ミューチュアル・ファンド」が存在しているということになる(82)。

このように、ファンド・ファミリー全体としてみると、多様な種類の株式を発行しており、投資信託システム全体として、複数資本構成をとっていることになる。また、手数料のかからないノーロード・ファンドの場合には、ファンド間の資金の移動に費用がかからずにすむので、ファミリー内部の資金の流動性は保証され、そこでの資金移動の自由は確保されている。その意味で、ファンド・ファミリー全体でみると、複数資本構成を基盤としたレバレッジがかけられている状態とみなすこともできる。

なお、このようなファンド・ファミリーの構造については、一般に、規模と範囲の経済性が働くものとして理解されている⁽⁸³⁾。つまり、多くの投資家の資産が特定のファンド・ファミリーに集中することで、そのファンドの中心的なマネジャーが、一括して、多様な投資目的をもった数多くのファンドを管理することができる上に、巨額の情報関連の設備投資に対しても規模のメリットを活用することができる。

また、このファンド・ファミリーの内部では、ファンド間の資金の移動は、容易かつ低コストで行うことができるために、その点でのメリットも強調されることが多い。典型的なファンド・ファミリーの場合には、ファンド間の投資家の資金の移動については、手数料はかからず、その日に申し込めば、翌日には資金の移転は完了している。

それでは、次に、このファンド・ファミリーと呼ばれる投資信託システムの理解を深めるために、

⁽⁸²⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 50, Gremillion, L. (2001) pp. 108, 129, 131 [邦訳 (2002) 207-209, 242-243, 245-246 頁]. アメリカの投資信託が複数の種類の株式 (class share) を発行できるようになった背景には, 1995 年にアメリカ証券取引委員会(SEC)が, ルール 18 f-3 を施行したことがあった。それ以前は, このような複数資本構成をとることについては, ミューチュアル・ファンドのようなオープン・エンド型投資信託では原則として禁止されており, 特例として, 認められるケースがあるだけであった。このルール 18 f-3 の適用により, 1995 年以降, 複数の株式の発行は爆発的に増加することになった。

また,多くのファンドが,A 株式(A Share),B 株式(B Share),C 株式(C Share)という形で株式を発行しており,一般的には,A 株式は,販売時点で手数料が徴収されるフロント・エンド・ロード型の場合が多く,B 株式は,販売手数料が後払いの分割方式で徴収される CDSC 型のものが多く,C 株式は,ファンドの運用資産から継続的に $12\,b$ -1 手数料が徴収されるレベル・ロード・ファンドを示すものが多くなっている。

ただし、上記の分類とは異なり、ノーロード型のファンドで上記の A 株式、B 株式、C 株式という名称が用いられている場合もあり、個々にそれらの内容の確認をする必要がある。また、A、B、C 以外の分類については、すでに 200 種類以上に達しており、D、E、F・・・などのアルファベットや、1、2、3・・・などの数字、さらに、Institutional、Traditional などの言葉で表現されており、それらの内容は非常に多様なものになっている(cf.、Gremillion、L. (2001) p. 131 [邦訳 (2002) 245–246 頁])。今後、これらの表記システムについては、何らかの標準化や統一化を進めていく必要があるだろう。

⁽⁸³⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 49. なお, ミューチュアル・ファンドにおける規模の経済性と手数料水準との関連については, 理論的な問題としてだけではなく, 資産規模が拡大した現実のファンドにおける手数料の水準が不当に高く維持されているという問題として, 訴訟問題にまで発展してきている。また, この問題に関して, 会計検査院 (GAO: General Accounting Office) による調査が実施されたが, 個別手数料に関するデータ不足の問題等もあり, 2000 年の段階では十分な検討がなされることはなかった (cf., Gremillion, L. (2001) pp. 297-298 [邦訳 (2002) 503-506 頁], General Accounting Office (2000), Garmhausen, S. (2000))。

当時の代表的な投資信託グループを分析しながら、その状況を具体的に明らかにしておこう。

1990 年代における最大のファンド・ファミリーは,フィデリティ・インベストメンツ(Fidelity Investments)であった $^{(84)}$ 。フィデリティは,1946 年に設立され,1970 年代の初めには MMF のスポンサーとして頭角を現し,その後,急速に成長を遂げてきた投資信託である $^{(85)}$ 。

フィデリティ・グループは、1996年末の時点で、約4300億ドルの資産をもち、それらを約225の異なるポートフォリオで運用し、このグループ全体では300種類以上の株式を発行していた(86)。フィデリティ・グループのなかで最大のファンドは、マゼラン・ファンド(Magellan Fund)であり、1996年末で約550億ドルの資産を保有していた。このファンドの運用資産は、その後も拡大を続け、97年末には600億ドルを超え、98年末には800億ドルを超え、99年末には1000億ドルを超え、2000年8月のピーク時には1098億ドルに達していた(87)。このファンドの資産運用の動向は、それぞれの時期のアメリカ経済の状況を反映しており、また、このファンドの投資によって、アメリカの金融市場は大きな影響を受けていた。

それでは、まずここで、1994年から 1999年にかけてのマゼラン・ファンドの資産運用の状況について、企業別上位 10社と産業別の投資の推移でみてみよう(表 5 、図 20)。

これをみると、この時期の投資信託の資産運用の特徴をかなりはっきりと把握することができる。例えば、1994年から 1995年にかけて、IT 関連の投資比率を高めていたが、1996年になると、その投資方針を大きく変換し、石油関連投資に切り替えている。これなども、かなり活発に産業部門間での投資資金の移動を行っており、長期的な資産運用というよりも、機動的な資産運用を行っている姿がみてとれる⁽⁸⁸⁾。

また、個別の証券投資の動向についてみると、1995年には、クライスラーや GM といった大手自動車関連株なども存在したが、その後、コンパックやインテル、マイクロ・ソフト、シスコ・システムズなどの IT 関連株への投資を強めていった。さらに、個別の証券投資では、電気機器関連株の GE に対する投資比率を継続的に高めているのが特徴で、2000年には全体のポートフォリオに占める比率を 5%近くにまで高めていたことがわかる。また、1997年以降、金融関連としては、シティグループに対して安定的に投資をしていくスタンスがみてとれる。

さらに、ポートフォリオに占める株式の比率をみると(表6)、1994年から1995年にかけて急速

^{(&}amp;4) フィデリティの歴史的な発展とその具体的な投資活動については、Henriques, D. B. (1997) を参照されたい。

⁽⁸⁵⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 50.

⁽⁸⁶⁾ Cf., ibid.

修) 『日経金融新聞』 2003 年 3 月 28 日,p. k 7 を参照。 2000 年 8 月にピークを迎えたマゼラン・ファンドは,その後,急速に資産規模を収縮させ, 2002 年には 600 億ドル台を割り込み, 2003 年 2 月末時点で 537 億ドルまで資産減少させた。 1996 年末からわずか 3 年間で資産規模を 500 億ドルから 1000 億ドルへと 2 倍にさせたマゼラン・ファンドであったが,結局,その後の 3 年間で再び 500 億ドル台に戻ってしまったことになる。

⁽⁸⁸⁾ また、このデータを精密に分析していくと、投資信託を通じた証券投資の動向がはっきりと把握することができ、「金融資本」という概念を用いて、金融・産業グループの資本関係の結びつきを通じた利益集団の形成の研究においても役立つだろう。投資信託が金融資本の形成に何らかの役割を果たしているのか、あるいは、そのような金融機関を通じた資本関係や統一的な意志決定機構が存在するのかということを解明するための基礎的なデータが存在しているといえるだろう。

表 5 マゼラン・ファンドの企業別上位 10 社の資産運用の動向 (単位:%)

			(半世	• /0/
1995 年			1996 年	
① International Business	Machines 2.3	1	Chrysler Corp.	2.1
② Motorola, Inc.	2.2	2	General Motors Corp.	2.1
③ General Motors Corp.	2.0	3	Caterpillar, Inc.	1.9
④ Oracle Systems Corp.	2.0	4	Digital Equipment Corp.	1.4
⑤ Intel Corp.	1.9	(5)	Deere & Co.	1.4
6 Columbia/HCA Healt	hcare Corp. 1.5	6	CSX Corp.	1.2
7 Federal National Mon	rtgage 1.3	7	Columbia/HCA Healthcare Corp.	0.9
8 CSX Corp.	1.3	8	Conrail, Inc.	0.9
Hewlett-Packard Co.	1.3	9	Exxon Corp.	0.9
① Micron Technology, I	nc. 1.3	10	Royal Dutch Petroleum Co.	0.9
合計	17.1		合計	13.7

1997 年		1998 年	
① General Electric Co.	2.5	① General Electric Corp.	3.5
② Intel Corp.	2.2	② Microsoft Corp.	2.2
③ Philip Morris Companies, Inc.	1.6	③ Merck & Co., Inc.	1.7
④ CSX Corp.	1.3	④ Citicorp	1.5
⑤ Citicorp	1.2	⑤ Cendant Corp.	1.4
⑥ Merck & Co., Inc.	1.1	6 Wal-Mart Stores, Inc.	1.4
⑦ Schlumberger Ltd.	1.1	⑦ Home Depot, Inc.	1.4
® Exxon Corp.	1.1	Bristol-Myers Squibb Co.	1.3
Chrysler Corp.	1.0	Cisco Systems, Inc.	1.1
(1) Home Depot, Inc. (The)	1.0	Philip Morris Companies, Inc.	1.1
合計	14.1	合計	16.6

	2000 年	
	2000	
4.2	① General Electric Co.	4.7
4.1	② Microsoft Corp.	4.1
2.4	③ Cisco Systems, Inc.	3.7
2.3	④ Home Depot, Inc.	2.9
2.2	⑤ Intel Corp.	2.8
2.0	⑥ Texas Instruments, Inc.	2.5
2.0	⑦ Citigroup, Inc.	2.4
1.7	8 Exxon Mobil Corp.	2.1
1.7	Time Warner, Inc.	2.0
1.6	① Tyco International Ltd.	1.9
24.2	合計	29.1
	4.1 2.4 2.3 2.2 2.0 2.0 1.7 1.7	4.1 ② Microsoft Corp. 2.4 ③ Cisco Systems, Inc. 2.3 ④ Home Depot, Inc. 2.2 ⑤ Intel Corp. 2.0 ⑥ Texas Instruments, Inc. 2.0 ⑦ Citigroup, Inc. 1.7 ⑧ Exxon Mobil Corp. 1.7 ⑨ Time Warner, Inc. 1.6 ⑩ Tyco International Ltd.

(出所): U.S. Securities and Exchange Commission, EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), http://www.sec.gov/edgar/ searchedgar/prospectus.htm, Form Type N-30D, Fidelity Magellan Fund, 1995-05-08~2000-05-19 より作成。

(注):各年のデータはそれぞれ3月期のものを利用している。また、そのデータの数 値は,ファンドの純資産に対するパーセンテージとなっている。

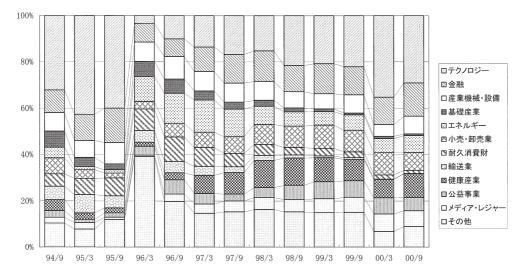


図20 マゼラン・ファンドの産業別資産運用の動向

(出所): U.S. Securities and Exchange Commission, EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/prospectus.htm, Form Type N-30D, Fidelity Magellan Fund, 1994-11-07~2000-11-13 より作成。

表6 マゼラン・ファンドの証券種類別の投資動向

(単位:%)

													(I F	··· · / U /
	199	4年	199	5年	199	6年	199	7年	199	8年	199	9年	200	0年
	3月	9月	3月	9月										
株式	89.6	96.5	98.3	93.9	70.3	89.0	96.0	95.9	96.2	93.6	93.4	92.4	98.4	96.3
債券	7.3	0.9	0.4	2.9	19.0	9.8	0.1	0.0	_	_	_	_	_	_
短期投資	3.1	2.6	1.2	3.1	10.7	1.2	3.9	4.1	3.8	6.4	6.6	7.6	1.6	3.7
その他	_	_	0.1	0.1	0.0	_	_	_	_	_	_	_		

(出所): U. S. Securities and Exchange Commission, EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/prospectus.htm, Form Type N-30D, Fidelity Magellan Fund, 1994-11-07~2000-11-13 より作成。

(注1):1994年3月のデータでは、「短期投資」と「その他」は同じ項目で扱われていた。

(注2):1996年3月のデータでは、「株式」の項目が「株式と株式先物 (equityfutures)」に変更になっている。

(注3):1999年3月以降のデータに関して、99年5月までに提出された資料では「短期投資」の項目だったが、99年11月以降に提出された資料では「短期投資および、その他純資産 (Short-Term Investments and Net Other Assets)」に変更された。

にその比率を高めた後,1996年には株式の比率を70%近くまでいったん落とし、その後は、株式での資産運用を続けていたことがわかる。また、海外への証券投資の動向を示す「外国投資」の項目をみると、1996年後半に海外への投資比率を一時的に強め、その後、1998年前半までは高い投資比率を維持していたが、1998年後半から次第に海外投資への比率を抑制していたことがわかる(図21)。

このマゼラン・ファンドの 2003 年 9 月末時点の累積総収益の状況をみると(表 7),過去 6 ヶ月では最近の株価下落の影響を受けてマイナスになっているが,1990 年代を加えた過去 10 年の累積総収益は,549.58%に達しており,これは S&P 500 や成長ファンド平均を上回っており,いかにその運用成果が高い水準にあったのかがわかる。

このような 1990 年代のマゼラン・ファンドの資産運用の動向は、アメリカ社会全体の注目を集めており、1996 年 5 月 24 日に、マゼラン・ファンドを 4 年間運用してきたジェフリー・ビニックが、自ら資産運用ビジネスを始めるためにフィデリティを退職したニュースは、大衆夕刊紙や全国ネットのラジオ、金融の専門紙などでトップ・ニュースとして取り扱われていた(89)。

マゼラン・ファンドは,1990年に約 140 億ドルの資産を保有していたが,ビニックが辞職するときには,その資産額は 560 億ドルになっており,また,フィデリティ全体の運用資産は,1990年代初めの 1100 億ドルから,1996年には約 5000億ドルに増加していたのであった⁽⁹⁰⁾。

このマゼラン・ファンドの例にみられるように、1990年代を通じて、巨大化した投資信託は金融市場の拡大に影響を与え続け、多くの貯蓄性資金をさらに金融市場に集中する役割を果たすことになった。

なお、この貯蓄性資金を積極的に投資信託に集中させるためには、投資家に対する投資信託の販売方法が問題になる。フィデリティの場合には、フィデリティ・ディストリビューターズ・コーポレーション (Fidelity Distributors Corporation) がその役割を担っていた。また、そこで販売されたミューチュアル・ファンドの95%は、直販方式 (direct-marketed) であり、その約65%は、手数料のかからないノーロード (no-load) 型であった⁽⁹¹⁾。これについては、1990年代のオープン・エンド型ファンド全体の主要チャネル別純資金流入シェアの推移をみてみると⁽⁹²⁾、直販方式を通じて、投資信託に流入した資金は、大体30%前後で推移していたことがわかる。

ただし、直販チャネルについては、上位 10 社のファンド・グループ(フィデリティ、バンガード、ジャナス、ティー・ロー・プライス、アメリカン・センチュリー、ドレイファス、スカダー、ストロング、インベスコ、USAA)が直販チャネル・ファンドの保有資産の82%を占めており(93)、この販売ルートを通じた資金流入経路は、直販方式を可能とするノウハウをもつ大手のファンド・ファミリーによってほぼ独占されていた。

この 1990 年代の直販チャネルを通じた資金の純流入額のうち,上位 10 社のファンド・グループ

⁽⁸⁹⁾ Cf., Henriques, D. B. (1997) p. 374 [邦訳 (1998) 495頁].

⁽⁹⁰⁾ Cf., ibid.

⁽⁹¹⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 50.

⁽⁹²⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 149 [邦訳 (2002) 269-270 頁].

⁽⁹³⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 151 [邦訳 (2002) 272 頁].

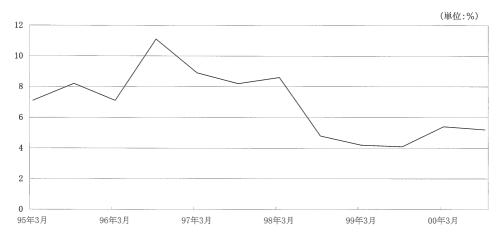


図21 マゼラン・ファンドの海外投資の推移

- (出所): U. S. Securities and Exchange Commission, EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/prospectus.htm, Form Type N-30D, Fidelity Magellan Fund, 1994-11-07~2000-11-13 より作成。
- (注1):1995年9月のデータについては、95年11月にマゼラン・ファンドがSEC に提出した資料では 8.3%であったが、96年5月の資料では8.2%になっていたため、96年の数値を採用した。
- (注 2):1999年 3 月のデータについては、99年 5 月の資料では4.4%であったが、99年11月の資料では4.2%となっていたため、99年11月の数値を採用した。

	フィデリティ マゼラン	3%の販売手数料 を含めた場合	S&P 500	成長ファンド平均
過去6ケ月	-4.52%	-7.38%	-3.60%	-2.73%
過去1年	16.11%	12.62%	13.28%	26.19%
過去5年	131.20%	124.27%	166.82%	153.59%
過去 10 年	549.58%	530.09%	490.99%	475.51%

表1 マゼラン・ファンドの累積総収益

- (出所): Securities and Exchange Commission, EDGAR system, Fidelity Magellan Fund.
- (注):上記のデータは、2003年9月30日を期末とする期間でとってあり、累積総収益は、6ヶ月、1年、5年、10年のように、ある一定期間にわたってのファンドのパフォーマンスのパーセンテージを示している。また、上記のフィデリティ・マゼラン・ファンドの収益と、スタンダード&プーアズのS&P500や、投資会社の格付け機関であるリッパー社(Lipper)が出している成長ファンドのパフォーマンスと比較できるようになっている。

のシェアは、75%から 90%の間で推移し、バンガード、ジャナス、フィデリティの三つのファンド・グループだけで、直販チャネル全体の売上高の 75%以上(1000 億ドル)の純資金流入を得ていた(94)。このように、投資信託は様々なルートを通じて、貯蓄性資金を投資信託間の資金流通にシフトさせようとする。また、このような資金流入を達成した投資信託の次なる課題は、いかにして、流入した資金を投資信託内部の資金流通に留めておくかということに移っていくことになる。例えば、フィデリティの場合でも、投資信託業界の最大手として、新しいシステムの構築を行っていたが、特に、その自らが構築したファンド・ファミリーの内部に資金を滞留させることを重視していた(95)。通常、投資家が、あるファンドから別のファンドに資金を移動させる場合、ノーロードで資金を移動できるファンド・ファミリーのファンドを選好する傾向が強く、それによって流入した資金を、その投資信託システム内部に滞留させ、それらの資金がポートフォリオ投資を通じて、金融市場全体を支える構造が形成されることになる。

もし、投資信託がファンド・ファミリーを形成しておらず、1つ1つのファンドが個別に存在していた場合、個々のファンドの運用結果が悪化すると、それらの資金は投資信託から離れ、最終的には、銀行預金などの貯蓄資金の形態に戻ってしまう。この資金シフトが生じると、株式市場や債券市場を支えていた投資信託資金が金融市場から流出し、金融資産の価格下落を生じさせることになる。

貯蓄性資金を投資資金に振り向ける導管体としての役割を担っている投資信託は、金融市場の流入資金規模を一定水準に維持する役割を担っており、その結果として、投資資金の死重、あるいは 底溜まりを形成している。

そこでは、システム全体として、ミクロ的な個々のファンドからの資金流出を可能な限り抑制し、金融市場の流入資金を一定規模に支えようとするインセンティブが働いている。そのため、これらの個別の投資信託からの資金流出を最小化し、それらを投資信託間での資金流通に滞留させようとして、個々のファンドを包括し統合するファンド・ファミリーが形成されることになる。このファンド・ファミリーでは、あるファンドから別のファンドへの資金移動は手数料をかけずに行うことができるため、投資家のニーズに対応したファンドの種類が十分に存在すれば、1つのファンドから流出した資金は、別のファンドがその受け皿として吸収することができる。このように、あるファンドの資金流出は、別のファンドがその受け皿として吸収することができる。このように、その投資資金は一定規模に維持することができるようになる(96)。

⁽⁹⁴⁾ Cf., *ibid*. なお, この直販チャネルも純粋な意味で, 投資信託が直接, 個人投資家にファンドを販売するルート のほかに, ①ファンド・スーパーマーケットを通じたルート, ②フィナンシャル・プランナーを通じたルート, ③ ラップ・アカウントを通じたルート, ④確定拠出型年金制度を通じたルートなどがあり, 多様な販売経路が構築されてきた (cf., Gremillion, L. (2001) pp. 150-158 [邦訳 (2002) 270-284 頁])。

^{(5) 「}フィデリティは、『乗り換えを行うタイプの投資家を大切にし、いった人同社に入った資金をいつまでもグループ内に留めておいたのだ。その結果は紛れもなくフィデリティを最大の投信企業グループに押し上げ、610 億ドルもの資金を運用するようになったのである。』」(Henriques, D. B. (1997) p. 273 [邦訳 (1998) 360 頁])。

⁽⁹⁶⁾ なお、ミューチュアル・ファンドの運用管理者にとっては、過剰な資金の流入は必ずしも望ましいものではない。 資金の流入を管理し、安定した純資金流入を維持することが、効率的なポートフォリオの運用と、租税効率(Tax Efficiency) にとって重要であると考えられている (cf., Haslem, J. A. (2003) p. 105)。

このように、ファンド・ファミリーという形態をとった投資信託システムでは、「交換販売 (Exchange Sales)」や「交換償還 (Exchange Redemptions)」を通じて、それ自体の資金流動性 を相対的に維持することができるようになり、また、そのことは、短期金融市場から長期金融市場 に至る様々な金融市場の流動性を下支えする機能を果たすことになる。

また、この個別のファンドからファンド・ファミリーへと展開してきた金融市場の流入資金を支えようとする資金維持の動因は、さらに、投資信託システム全体として、ファンド・ファミリーの個別性を克服する形で進展していく。

つまり、投資信託産業全体を内包した資金流動性の維持を行うためには、個別のファンド・ファミリーのもつ規模や、ポートフォリオの分散投資の限界に直面する。そのため、あるファンド・ファミリー内部に代替的な投資対象が存在しない場合、投資家の資金は最終的には、このファンド・ファミリーの外部に流出してしまうことになる。この問題を解消するためには、個々のグループのファンド・ファミリーの間においても、投資家の資金移動が確保される必要がある。

ファンド・ファミリー内部での資金移動は、個別の投資信託グループ内からの投資資金の流出を防止する効果をもつが、あくまでも、それは個々のグループの次元における効果にとどまっている。しかし、例えば、「ミューチュアル・ファンド・スーパーマーケット」と呼ばれるようなシステムを利用すると、別々のファンド・ファミリーに所属するファンド間での保有の変更が可能となる⁽⁹⁷⁾。このファンド・ファミリー間でのクロス取引(Cross-Fund Family Exchange)は、「あたかも 1 つの巨大なファンド・ファミリーに属しているかのように、ファンドからファンドへ簡単に移ることができる」⁽⁹⁸⁾のである。

なお、このようなファンドからファンドへの資金移動を考える場合、そこには、様々な流動性を備えた幅広い金融資産の存在が必要となる。例えば、何らかの金融危機が発生した場合、それまで投資されていた株式ファンドや債券ファンドの資金は、より高い流動性を求めて、現金に近い金融資産へとシフトしようとする。つまり、上記のファンド・ファミリーのシステムが円滑に働くためには、この流動性需要を十分に満たす形で、内部のファンドが形成されていなければならない。現在の投資信託システムにおいて、その決定的に重要な役割を担っていたのが MMF であり、その存在が、このファンド・システム内部の資金滞留の効率性を高めることに寄与していたのである。MMF は、アメリカでは、マネーサプライの M2の範疇に入ることになり、投資信託でありながら、現金としての性格をもち、その MMF の運用資産の高い流動性と安全性のおかげで、ファンド・ファ

⁽⁹⁷⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 195 [邦訳 (2002) 345-346 頁].

⁽⁹⁸⁾ Cf., Gremillion, L. (2001) p. 195 [邦訳 (2002) 345 頁].

ミリーの資金が外部に流出することは、かなりの程度、緩和されたのである(99)。

以上のように、多種類のファンドを準備することで投資資金の流入を確保し、さらに、それを通 じて、投資信託の投資資金をシステム内部に滞留させることで、独特な資金流通の経路が確保され、 それは、金融的流通の新たな領域を拡張していくことにつながっていく。これは、投資信託の資産 規模を拡大させるとともに、その機能を多角的に展開させ、アメリカ金融市場の安定化に一定の役 割を果たしてきたのである。

では、このようなメカニズム上の特性をもつ投資信託は、結局、金融市場や金融システムに対し て、どのような作用を及ぼすのだろうか。果たして、投資信託は、金融システムの安定性に寄与し ているのか、それとも、その不安定性を高めているのだろうか。次の節で、この点について、さら に具体的に検討していくことにしよう。

⁽⁹⁹⁾ また、このような MMF の安全性を保証するために、投資顧問会社が介入することによって、投資信託システ ムの安定性を維持しようとした事例も存在していた (cf., Edwards, F. R. (1996) pp. 79-80 「邦訳, 85 頁])。そ こでは、1989年と1990年に、インテグレイテッド社 (Integrated Resources Inc.) とモーゲージ社 (Mortgage & Realty Trust) のデフォルト (総計 4.429 億ドル) が発生した際に、二つの MMF (Value Line Cash and Liquid Green Trust funds) に大きな損害がもたらされたが、これらの MMF は『額面』を割り込まなかった。この MMF の受益証券の価格が、額面の1ドル以下に低下するのを避けられたのは、「MMMFの管理会社(funds' advisors) がデフォルトした CP を (市場価格ではなく) 額面で買い取ることによって、資金を注入し」、「MMMF の受益証 券保有者ではなく、管理会社の所有者が、CPのデフォルトによって生じた投資信託の損失を吸収した」(ibid.) からであった。

IV 投資信託と金融システムの安定性

投資信託と金融システムの関連については、これまで重要な論点として様々な角度から取り上げられてきた⁽¹⁰⁰⁾。特に、投資信託が金融システムを不安定化させているのかどうかという問題は、1990年代以降、金融市場における投資信託のシェアが高まるにつれて、その機能と役割の再検討を進めていく必要性を生じさせた⁽¹⁰¹⁾。また、1990年代半ば以降、投資信託全体の流動性比率が急速に低下していくなかで、その不安定性に関する懸念が深められていった。

また、投資信託と金融システムの関連を考察していく場合、金融システムにおける投資信託の機能と役割をどのようにとらえるのかということが重要な問題になる⁽¹⁰²⁾。投資信託を投資家と証券市場をつなぐ純粋な意味での「導管体 (conduit)」として理論的に把握すると、そこでは投資信託の独自性というものは失われ、単に、投資資金を仲介する機能のみを果たすということになる。その場合、投資信託は金融システムに対しては、中立的な存在として現れ、金融システムの安定性や不安定性に影響を与えることはない。

しかし、現実の投資信託は、これまでみてきたように、投資家と証券市場間の資金仲介機能を果たす際に、付随的な様々な機能を果たし、また、それと同時に、ファンド・ファミリーのような投資信託システムを構築して、金融市場の構造に一定の影響を与えてきた。

⁽M) Cf., Litan, R. E. & J. Rauch (1998) pp. 128-130 [邦訳, 205-208頁], Fortune, P. (1997) pp. 66-72.

⁽i) このような問題意識から投資信託と金融システムの不安定性について分析したものに、Edwards, F. R. (1996) がある。ただし、そこでは、「われわれが信じこんでいることとは反対に、金融安定性への脅威は、急速に拡張する投資信託やデリバティブ市場から生じているのではなく、銀行や銀行業システムの脆弱性から生じている」 (ibid., p. 148, 邦訳 177 頁) ということが指摘されている。エドワーズは、「投資信託は、銀行が持つようなシステムとしての脆弱性を持たないと結論づけ」(ibid., p. 171, 邦訳 207 頁) ており、その理由として、「投資信託は、額面価値で負債を償還する義務はなく、評価の容易な資産を主として保有している」(ibid.)ことと、「市場価値会計と情報開示原則に忠実に従っており、毎日、自らの資産を市場評価し直している」(ibid.)という理由から、「もし家計が自らの金融資産を担保付き銀行に預けずに、そのかわりに投資信託に投資したとしても、金融システムには何のリスクもない」(ibid., pp. 171-172、邦訳 207 頁) ということを主張している。

これに対して、D'Arista, J. W. & T. Schlesinger (1993), Hale, D. D. (1994), Kaufman, H. (1994)では、投資信託の資金流出と資産価格の下落が相互作用的に進み、投資信託が金融システムを脆弱な状態にしていくということが主張されている (cf., Edwards, F. R. (1996) pp. 73-75、邦訳 78-79 頁、Remolona, E., P. Kleiman & D. Gruenstein (1997) p. 33)。

⁽ii) Cf., Fortune, P. (1997) pp. 46-47, 66. 一般的に、オープン・エンド・ファンドが、株主への支払いと証券売却による現金の受け取りとの間の時間的なギャップを埋めるために、以下の三つの方法があることが指摘されている。まず第一に、短期財務省証券のような「現金等価」資産を保有し、それらを売却することで即座の現金の引き渡しに対応し、逆転する買い戻し(reverse repurchases)のために利用する。第二に、商業銀行にクレジット・ラインを設定する。これは、投資信託が手数料を支払い、ある特定の条件で商業銀行から一定限度までの貸付信用枠を設定してもらい、何らかの流動性不足に陥った際には、そのクレジット・ラインに基づいて貸付を受けるものである。第三に、同じファンド・ファミリーに属するファンドから流動性を供給してもらうインターファンド貸付(interfund lending) [あるいはイントラファミリー貸付 (intrafamily lending) とも呼ばれる]を活用する方法がある (cf., Fortune, P. (1997) p. 47)。

そこで、本節では、これまでの分析を踏まえながら、投資信託が金融市場にどのような影響を与えているのかということについて考察していくことにする。特に、この分析では、株式市場で株価の暴落が発生した際に、投資信託がどのように反応したのかということを明らかにし、その事例として、1987年の株価暴落と投資信託の具体的な関連を取り上げていく。次に、それを通じて、投資信託が金融市場を不安定化させるという仮説を検証し、金融市場において投資信託が果たす機能について検討していくことにしたい。

アメリカの投資信託は、1960年代後半に一時的に株価下落のショックを受けたが、その後の1970年代から1980年代にかけては、MMFの登場などもあり、比較的、安定的に発展を続けていた。そのなかで、1987年に発生した急激な株価下落は、危機の際に、投資信託がどのような投資行動をとるのかということを典型的に示すことになった。

この 1987 年 10 月に発生した株価暴落では、当時の投資信託は、株価の下落を促進した「トリガー」の一つとして考えられており、いくつかのミューチュアル・ファンドのグループは、その他のポートフォリオ・インシュアランス戦略をとった機関投資家とともに、価格の下落にあわせながら機械的に株式の売却を進めていた⁽¹⁰³⁾。この株価暴落に関しては、ブラディ委員会 (Brady Commission)と証券取引委員会 (SEC: Securities and Exchange Commission)から、その原因やメカニズムに関する調査報告書が提出されているので、それらをもとにしながら、まず、当時の状況をみていくことにしよう⁽¹⁰⁴⁾。

1987年の株価暴落については、ダウジョーンズ工業株平均でみると、ピーク時の8月27日の2746.65ドルから、10月20日の1708.70ドルまでの1000ポイント(37%)以上の株価の下落が発生し、S&P500でみると、8月25日の336.77をピークにして、10月16日までに282.70まで下げ続けていた(105)。また、同じ期間の30年物国債の利回りは、130ベーシス・ポイントまで上昇し、10.24%になっていた。

この債券利回りの上昇にあわせて、債券価格は下落を続け、9月の MMF と債券ファンドは、それぞれ、78億ドルと88億ドルという純資金流出を記録することになった。これは、MMF にとって

⁽図) 1987 年の株価暴落に重大な影響を与えた要因として、「ポートフォリオ・インシュアランス(portfolio insurance)」があったことはよく知られている(cf., Brady, N. (1988) pp. v, 15, 17, 41-42, 55, III-7~III-26, V-1~V-66, Fortune, P. (1997) p. 69)。これは、ポートフォリオの価値の最低限を確保するような証券の組み合わせをつくりだすために、ポートフォリオのなかにある社債と株式の間で資金の移動を行う投資戦略である。そのスキームでは、株式市場が上昇しているときには株式を購入し、株式市場が下落しているときには株式を売却することになっているため、株式市場の変動性を高めるように作用する。特に、この時期に問題になったプログラム・トレードの多くは、ポートフォリオ・インシュアランス戦略を基礎に設定されていたため、金融市場の不安定性を高めていた。

このように、金融市場の連鎖的な収縮を招く要因として、上記のような機関投資家の様々な投資戦略の存在があり、特に、個々の金融機関の収益性や流動性を確保し、そのリスクを個別にヘッジしようとする合理的な行動が、マクロ的には、金融市場の不安定性を拡大させていく主要な要因に転化してしまうことになる。

⁽M) Cf., Brady, N. (1988), Securities and Exchange Commission (1988), Fortune, P. (1993), Fortune, P. (1997) p. 68.

⁽f) Cf., Securities and Exchange Commission (1988) pp. xi, 2-1.

は、前月の資産の2.5%に相当し、債券ファンドにとっては、3.3%に相当する金額であった。株式を組み込んだファンドについては、まだ純資金流入の状態であり、混合型ファンドは10億ドル(前月資産の0.45%)、株式ファンドは6億ドル(前月資産の1.29%)の資金が流入していた。このように、この時期の投資信託の動向は、短期性と長期性の負債に中心的に投資を行っていたファンドから資金が流出し、わずかではあるが、株式ファンドに資金が流入していた。

その後、1987年10月19日の月曜日に、ダウ・ジョーンズ工業株は、580ポイント下げ、S&P 500は、57.86ポイントの下げを見せた。これはその先週の金曜日の終値に比べると、20%以上の下落であった。長期国債の利回りは高く維持され、短期利子率は、投資家がもっと流動的な証券に資金を移動させたことで急速に下落した。S&P 500は、10月末には、19日の終値の224.84から251.79に回復し、短期利子率と長期利子率は急速に下落し、3ヶ月物の手形は5.41%に、30年物国債は9.03%になった。

この 10 月の投資信託の動向は、MMF が 3 億 1200 万ドルの資金流入を見せたほかは、長期性資産をもつ全てのファンドが巨額の純資金流出を記録することになった。 債券ファンドは 82 億ドル(資産の 3.3%)を失い、混合型ファンドは 11 億ドル(資産の 2.4%)、株式ファンドは 68 億ドル(資産の 3.2%)の資金が流出していった。 11 月になると、MMF を除いた全てのファンドがわずかながら純資金流入に転じたが、株式を組み込んだファンドについては、その後、1年以上にわたって、資金の流出と流入を繰り返すことになった。

それでは、この株価暴落時の投資信託の流動性はどうだったのだろうか。

9月の時点の流動性比率をみると,債券ファンドは約6.23%,株式および混合型ファンドは9.5%であった。10月に,債券価格が上昇すると,長期債利回りはそれ以前の水準を下回り,債券ファンドの流動性比率は上昇した。しかし,株式および混合型ファンドは,資産価格の大幅な下落があったにもかかわらず,その流動性比率は8.12%まで下落した。これは,投資家による投資信託の償還が大量になされたことを反映している。また,上記の状況は,1970年代以降,経験した株価暴落のなかで最大のものであったにもかかわらず,投資信託がその利用可能な流動性資産を使い尽くす水準にまでは達しなかったことを示していた(106)。

ブラディ委員会の調査によれば、上位 30 の株式ファンドグループは、10 月 16 日oxtimes 日oxtimes 日oxtimes で、総額 135 億ドルの流動性資産を保有しており、それはその純資産の 8.4%に相当するものであった (107)。この 16 日だけで、14.5 億ドル(資産の約 1 %)に相当する投資信託株式が償還され、投資信託がポートフォリオに保有する 3 億 1300 万ドルの株式が売却された (108)。このような事態にもかかわらず、投資信託全体の純資産価値が急速に下落していたために、流動性比率は純資産の 8.8%に上昇した。

その後の19日月には、投資信託の償還額は23億ドル(資産の1.6%)を超えたが、投資信託の流動資産はわずか1億ドル減少しただけであった。この日の主要な30の投資信託グループによるポートフォリオ証券の売却は7億7900万ドルに達していたが、その大部分が流動性を回復するためのも

⁽¹⁹⁹⁷⁾ p. 68.

⁽M) Cf., Brady, N. (1988) p. IV-4, Table 1, Fortune, P. (1997) p. 68.

⁽⁰⁸⁾ Cf., Brady, N. (1988) p. IV-1.

のであった⁽¹⁰⁹⁾。

ただし、ファンド・ファミリーをグループ別にみた場合に、この証券売却は特定のグループに集 中していた。三つのファンド・ファミリーが、9億1300万ドルの株式を売却し、特にそのうちの1 つのグループにその売りは集中していた。残りの27のグループは、1億3400万ドルの株式の純買 い手の立場にあった。また、株式の売却を行った三つのグループは、商業銀行のクレジットライン でかなりの量の資金供与を受けていたことが報告されていた。 ブラディ委員会によれば, 10 月 16 日 から19日にかけての投資信託に対する償還の約3分の1は、ポートフォリオの株式の売却によって 賄われたと考えられている。

ブラディ委員会が調査した上位3つのグループは、一日で、純資産の3.5%の償還を行っており、 これは、一ヶ月に1%か2%程度という通常の償還率に比べると非常に高いものになっていた。

フィデリティー・マゼラン・ファンド(Fidelity Magellan Fund)の場合には,ブラック・マン デーの下落で資産の約7%が償還されていた⁽¹¹⁰⁾。また、この大量の償還請求のために、電話でのそ の申し込みができなくなったケース(111)や,償還の支払いに遅れをきたすケースが続発した。フィデ リティーの場合、7日間、その支払いを遅らせる方針を採用したが、数日間、その支払いを停止す ることになった $^{(112)}$ 。また、T. ロー・プライス・インターナショナル・ファンド(T. Rowe Price International Fund) は、純資産価額(NAV)の計算に問題が生じたために償還をしばらくの間、 延期せざるを得なかった。このファンドは,国際的な分散投資を行っていたため,海外の証券市場 に問題が生じると、その証券価格の算定を行うことができなくなる。特に、この時期に、香港証券 市場が長期間にわたって停止されたため、その海外証券の値づけが困難になったのである。

このように、1987年の株式の暴落時には、投資信託に関する様々な問題が生じてきたが、最終的 には、それらは金融システムに決定的な影響を与えるものにはならなかった。これは、株価暴落か らの株式市場の回復が急速に進んだため、その影響が長期的なものにならず、株価の下落と投資信 託の収縮が相互作用的に進んでいく悪循環の構造に陥ることを未然に防ぐことができたためでも あった。ただし、この危機の際においても、投資信託が、金融システムや金融市場を不安定化させ る重要な要因になるのではないかと考えられていた。そこで、次に、この点について、どのような 理論的な仮説が存在するのかを紹介し、その内容を検討していくことにしよう。

この投資信託が金融市場を不安定化させるメカニズムについては、二つの不安定化仮説が存在し ている(113)。まず第一の仮説では、国際的な金融危機によって株価の急速な下落が生じたケースが想 定されている。その場合、ミューチュアル・ファンドでは、投資信託から現金への償還が発生し、 株式ファンドや債券ファンドに投資をしていた投資家は, それらの資金を MMF へと転換させてい

⁽¹⁹⁾ Cf., Brady, N. (1988) p. IV-1, Fortune, P. (1997) p. 68.

⁽¹¹⁾ Cf., Fortune, P. (1997) p. 68.

⁽山) フィデリティの場合, 償還の受付を行う電話がいっぱいになり, 電話での償還ができなくなるというケースが多 発していたため、これらを受け付けていたとすると、さらにその償還率は高くなっていたと考えられる(cf., Fortune, P. (1997) pp. 68-69)_o

⁽II) Cf., Fortune, P. (1997) p. 69.ただし,メリル・リンチ (Merrill Lynch),ヴァンガード (Vanguard),ドレイ フィス(Dreyfus)といったファンド・ファミリーは、償還の延期の方針を採用しなかった。

⁽¹³⁾ Cf., Fortune, P. (1997) pp. 66-67.

くことになる。

この時、投資信託の流動性比率が十分であり、償還によって失われた流動性資産を回復させるために証券を売却しなくてもよければ、投資信託は、株価の下落から生じたショックを保有証券の売却を通じて証券市場に再び戻すことはせずに、短期財務省証券のような現金等価資産の所有権を入れ替えるということになる。

つまり、株式ファンドや債券ファンドが現金等価資産を売却して、現金を投資家に支払うという 形で株式の買い戻しを行うと、投資家は新たに現金等価資産を、直接かあるいは MMF への投資を 通じて購入する。

短期的な結果としては、現金等価資産の所有権が、株式ファンドや債券ファンドから、個人投資家や MMF に移転したということになる。長期的には、株式ファンドや債券ファンドの運用担当者は、少なくとも、その失われた流動性の一部を回復させるために証券を売却し、証券市場に買い戻しの効果を転嫁することになる。しかし、このことは、時間をかけて行われ、買い戻しが証券価格に影響を与えることを緩和することになる。このように考えると、十分な流動性をもったミューチュアル・ファンドは、一種のショック・アブゾーバーとして、金融市場の安定性を強化する役割を果たすことになる。

第二の仮説として、ミューチュアル・ファンドの流動性が不十分であった場合を考えてみよう。 大量の買い戻し請求がミューチュアル・ファンドに殺到した場合、この買い戻しは、即座に、金融 市場における証券売却に転化し、流動性を確保するために、買い戻し請求に先行して証券売却を加 速させることになる。このような現象は、1987年の株価暴落時にも観察されたことであった。

このように、金融市場で最初に発生したショックは、買い戻し請求という形で投資信託に影響を与え、そこでの流動性回復を志向する行動は必然的に再び金融市場へとそのショックを転嫁させていく。この第二の仮説では、第一の場合に比べると、投資信託が受けたショックは、より激しさを増しながら、金融市場へと再び反射されていくのである。

このような流動性の低下と証券価格の下落の相互作用は、それ自体では、スパイラル的な悪循環をもたらすことになる。そのため、ミューチュアル・ファンドは、商業銀行からの信用供与によってこの矛盾をひとまず解決しようとする。

つまり、投資信託は、商業銀行から与えられたクレジット・ラインを活用し、この流動性の一時 的危機を克服し、それがさらなる証券価格の下落へと連鎖的に発展していくのを抑制しようとする。 このように、投資信託の流動性危機は、証券市場内部での解決は図ることができず、結局、銀行信 用に依存せざるをえなくなる。

しかし、このことは、投資信託の銀行借入に基づくレバレッジを高めていくことになる(114)。銀行からの信用供与を受けた各投資信託のレバレッジ比率は急速に高まり、その一方で、その純資産価額は証券価格の変動に対してさらに敏感になっていく。また、投資信託に対して流動性を供給した商業銀行についても、投資信託の脆弱性が強まれば強まるほど、その貸出債権の質の低下が進展していく。特に、金融市場に占める投資信託の比率が高まっている状況下では、銀行信用に依存する投資信託の資金量は拡大せざるをえない。そのため、金融システム全体でみた場合に、投資信託を

⁽¹⁴⁾ 投資信託のレバレッジについては、三谷進(2001) 41-43、72-76 頁を参照されたい。

支える銀行信用は量的に拡大せざるをえず、その不安定性は高まっていくことになる(115)。

特に、投資信託に投資をした投資家が、株価が上昇しているときには買い、下落しているときには売るというように「モメンタム・トレーダー(momentum trader)」として行動した場合には、その行動は証券価格の変動を安定させるのではなく、それを拡大することになる(116)。さらに、証券価格のボラティリティーが高まれば高まるほど、投資信託に対する追加の買い戻し請求が増加し、それが再び、証券市場に対して悪影響を与えることになる(117)。

このように、証券価格が下落し、投資信託に対する償還請求が増加すると、投資信託の質は低下していく。それは、第一に、ミューチュアル・ファンドの現金等価資産が失われ、銀行信用に依存するために、レバレッジが高められ、その結果、そのポートフォリオがよりリスクの高い状態に置かれるためである。また、第二に、ミューチュアル・ファンドが流動的な証券を売却することで、ポートフォリオには市場性の低い証券が残されるからである。

さらに、第三に、深刻な証券市場の下落のもとでは、ファンドの純資産価額(NAV: Net Asset Value)は、その下落に対応するように減少を続け、ファンドの「実際の」価値に対する投資家の信頼を低減させていく。早い段階で投資信託を償還した人々は、その日の純資産価額で現金化することができ、ポートフォリオの質が劣化する前にそこから抜け出すことができる。それに対して、継続的に投資信託を保有し続けている人々は、この初期の段階での償還者が残した重荷を引き受けなければならない。

最初に償還を行った投資家と、そのまま投資信託を保有し続ける投資家との間での負担の転嫁は、 純資産価額の下落が進めば進むほど、ずっと大きなものになる。例えば、証券市場が停止し、最後 の付け値を基礎にして純資産価額の計算がなされる場合、証券が実際に取り引きされうる「真の」 純資産価額は、おそらく、その公示された純資産価額よりも低くなる。また、ブローカーやディー ラーが証券の価格を設定するのが困難な場合には、ファンドは純資産価額を算定するために、証券 の終値を用いることになる。これは証券価格が急速に下落しているときには、証券価格の過大評価

⁽ii) 1990 年代に、この問題が最も深刻な形で現れたのが、1998 年の LTCM (Long Term Capital Management) の破綻であった。LTCM は、当時、100 倍にも及ぶレバレッジを使った金融取引を行っていたヘッジ・ファンドであり、この私募形式の投資信託が金融システム全体に与える影響を懸念して、連邦準備制度理事会(FRB)や主要な商業銀行を中心とした資金供与が行われることになった。

⁽III) 「モメンタム・トレーディング (momentum trading)」という取引手法は、金融市場の不安定性を高めていく 潜在的要因として存在していた (cf., Fortune, P. (1997) pp. 69-72)。これは、資産価格が上昇している局面では、投資家が投資信託に対して、短期の流動性資産から長期の金融資産への資金シフトを指図する一方で、資産価格が下落している局面では、その逆に資金をシフトさせるというものであり、この行動は、資産価格の変動を助長するために、金融市場の安定性を低下させるものと考えられている。また、逆に、投資家が「バリュー・インベスター (value investor)」として行動する場合には、下落局面で株式を購入し、上昇局面で株式を売却するという行動をとるために、その投資行動は金融市場に対して安定的に作用すると考えられている (cf., Fortune, P. (1997) p. 69)。

⁽ii) この逆説的な行動は、初期の段階で、投資信託に対する償還請求を行った投資家と、そのような償還請求を行わなかった投資家との間で発生する「最初の償還者の問題(first redeemer problem)」によって強められる(cf., Fortune, P. (1997) p. 67)。

につながってしまう(118)。

さらに、株価の暴落が発生しているなかでは、通常ならば全く問題のない取引が、混乱した大量の株式売買を取り扱うことで様々な誤解や失敗を生じさせてしまう⁽¹¹⁹⁾。また、このような問題は、投資信託の資金仲介機関としての信認が傷つけられ、投資家が投資手段として投資信託を利用することを阻害していくことになる。

これらの問題が深刻化していくと、それまで緊密に連携を保ってきた投資信託の取引メカニズムが変調をきたし、それらがばらばらな状態に陥ってしまう⁽¹²⁰⁾。また、その際には、投資家は、投資信託システムに対する信認を喪失し、「モメンタム・トレーダー」として大量の資金を引き揚げるという行動をとるため、それまで金融市場を支えた投資信託システムそのものが崩壊し、証券市場の急速な価格下落をもたらすことにもなる。

これらの問題は、1987年の株価暴落の際においても起こり得たシナリオであり、一部のファンドが深刻な純資金流出に直面したことも事実であった。ただし、この流動性危機に際しては、商業銀行による信用の供与などの安全装置の存在や、その後の証券市場の順調な回復により、その問題が金融システム全体に波及することを抑えることができた。

しかし、金融危機がこのような初期の段階でなく、さらに深刻な段階に進み、このような安全装置がうまく作動しない状況になった場合、投資信託からの大量の資金流出を防止するシステムは消失してしまう。また、この投資信託の流動性の問題は、商業銀行に転嫁されることになるが、投資信託の規模が大きくなればなるほど、商業銀行の能力を大幅に上回る資金が必要になる。この投資信託の流動性を補完する必要資金量が増加すればするほど、金融システムの骨格を形成する商業銀行の流動性は、危機的な状態に陥っていくことになっていくのである。

⁽II) 同様の効果は、「バイ・リミット・オーダー(buy-limit orders)」が、ブローカーやディーラーの売買注文に課せられた場合に生じてくる。Kleidon、A. & R. Whaley(1992)によれば、1987年の株価暴落のときに、「バイ・リミット・オーダー」は、その均衡価格水準よりも高く株価を維持するのに貢献していた(cf., Fortune, P. (1997) p. 67)。殺到する株式の売却は、この「オーダー」で調整され、その均衡水準よりも高い付け値を維持することができたのである。

⑪ 投資信託を保有し続ける投資家は、ファンドのポートフォリオや、危機に対する対応が目論見書 (prospectus) に違反しているという訴訟を起こす可能性もある。

⁽²⁾ 例えば、1987年の際には、トランスファー・エージェントは、ミューチュアル・ファンド株式の売買の記録やその執行に失敗し、ブローカーもまた、証券の売買に関する記録や執行に失敗し、さらに、カストディアンは、支払いを行う前に証券の送付を行ったり、証券が送付される前に支払いを行ったりしていた (cf., ibid.)。

V むすびに

1990年代のアメリカでは、金融市場において投資信託の「資金集中」機能が、非常にうまく作用 した時期であった。特に、その構造を詳細に見ると、投資家とのインターフェイスの部分でのサー ビスを強化し、一般の貯蓄性資金が投資信託システムに流入しやすい環境の整備が進んでいた。そ の特徴的なメカニズムとして,「ファンド・ファミリー」と呼ばれる構造があり, それは, 多様な投 資信託の販売を通じて、一つの投資信託グループ内に資金が吸収・滞留され、それらの資金が様々 な産業部門へと投資されていくことを可能にしたのであった。

また、これらの投資信託への資金集中は、単なる投資信託それ自体のもつ特性だけではなく、ア メリカ金融システムの制度的条件が大きな影響を与えていた。そこでは、メリルリンチの CMA の 商品特性において典型的にみられたように、投資信託が、投資銀行と商業銀行の主要な機能と結び ついたことが大きな影響を与えていた(121)。また,この時期に,商業銀行が投資信託業務に積極的に 関与したことは,投資信託の持続的成長を促進することになった。このように,単に投資信託の資 産の増加のみに目を奪われず、当時の証券規制構造の変化と、その中で形成されていった金融持株 会社や、金融コングロマリットの機能の多様化との関連で、総体的に投資信託の発展を把握しなけ ればならない(122)。

このように、1990年代の投資信託の発展は、当時の金融システム全体の変容と、それを基盤とし た金融業それ自体の変化のなかで進められており,商業銀行による証券業務への浸食が1990年代に 進んでいったこともまた、その発展の背景に存在していたのである。

これらの制度的な条件を基礎にしながら、アメリカの投資信託は、ファンド・ファミリーと呼ば れる資金滞留の仕組みを構築することで、投資信託による巨大な資金の貯水池をつくり、そこから 資金を漏らさないようにすることで、金融市場の安定化を図る役目を果たそうとしてきたのであっ た。

それでは、このような投資信託のシステムが金融市場に与える「滞留効果 | はどの程度のものな

⁽²⁾ ただし、1990年代初頭からの預金取扱機関による投資信託市場への参入は、銀行の安定性と健全性に関する懸 念と、銀行を通じて投資信託を購入した顧客に対する懸念を強めていくことになった (cf., Willis, J. E. (1995) [*

⁽²⁾ 当時のグラス・スティーガル法の規制のもとであっても、商業銀行は投資信託の投資顧問、ブローカー、アドミ ニストレーター、株主サービスのプロバイダー、ファンド資産のカストディアン、投資信託のトランスファー・エー ジェントの諸業務を、銀行、銀行持株会社、銀行子会社に認めていた。このような金融規制の緩和のもとで、銀行 の証券業務の拡大をも包摂した金融業務の包括的な業務を促進する流れは、1999年のグラム・リーチ・ブライリー 法の成立にまで到達するのである。

のだろうか(123)。また、それは、金融市場に具体的にどのような影響を与えているのだろうか。

この問いの答えについてはすでに第IV節の分析でみてきたように、金融市場が危機的な環境に置かれたときにはっきりと判明する。つまり、この滞留効果は、金融市場が上昇局面にあるときには、金融市場の底溜まり(あるいは死重)の部分を積み増すことで、その「バブル」的な状態を持続的に展開させ、また、下降局面のある段階までは、金融市場から短期的な資金が流出するのを抑制する効果をもたらすことになる(124)。ただし、証券価格の下落が、資金流出を抑制していた限界点を超えてしまうと、ダムから水があふれるように、投資信託からの資金流出が急速に進み、流動性危機を発生させてしまう。このことは、投資信託が、証券市場の収縮をもたらし、金融システムの不安定化を促進する危険性を内在させていることを意味している。

まさに、投資信託は、一方で、金融市場の安定化装置として資金滞留効果を果たしながら、他方で、金融市場や金融システムを不安定化させる側面を潜在的にもつという二面的な性格をもっており、現段階では、後者よりも前者の安定的な性格をもつ金融機関として、アメリカの金融市場に存在しているのである。

このような金融市場の安定化要因としての性格は、投資信託がシステムとして長期にわたって形成してきたものであり、例えば、第III節の CMA の分析でみてきたように、1970 年代に登場した MMF という投資信託それ自体にも、その資金滞留効果をみることができた。MMF は、短期国債などを中心としたポートフォリオを基礎に、高い流動性と資金の安定性が付与されており、また、証

⁽図) 「滞留効果」については、そのシステム内の資金フローが、金融市場全体の資産ストックに対してどのような影響を与えるのかという視点も忘れてはならない。資金滞留のメカニズムが、金融資産の累積に与える影響については、その資金フローと金融資産ストックを包み込む制度的な容器、あるいは、それを包容するシステムの存在を考えなければならない。資金がフローとして、あるシステムに流れ込んでいき、それが金融資産のストックとして蓄積されていった場合、そのフローの流れを受け止める資産ストックは一体、どこまで累積を続けるのだろうか。その限界点あるいは臨界点がもし存在するとすれば、それは、その金融システム、または、個別の滞留効果をも

その限界点あるいは臨界点がもし存在するとすれば、それは、その金融システム、または、個別の滞留効果をもたらすシステムの諸条件により制約されることになる。また、それは、究極的には、経済の景気循環などの実体経済あるいは現実資本の運動によっても影響を受けるが、またそれは同時に、高度に発展した金融システムあるいは信用制度のもとで独自な蓄積現象をみせることになる。この問題について、単にフローとストックの関連のみに目を奪われた分析手法をとると、現実の問題の所在をとらえることが難しくなる。その両者の運動を包み込んでいる制度的なファンダメンタルズの分析を行い、その制度的な仕組みの耐久性の測定や、利便性・機能性についてもしっかりと把握しておかないと、現実の金融政策の実施を行う上で根本的な困難に直面してしまうことになる。金融制度や金融システムの制度分析とは、そのような意味で、政策運営を行う上で必要不可欠な分析視角であり、その研究を行う意義の一つがそこに存在しているのである。

⁽²⁾ 金融機関からの資金流出が金融市場に与える影響を分析する際に、「摩擦度」あるいは「摩擦係数」というものを考えると理解しやすい。金融資産を考える場合、「流動性」という考え方は広く知られているが、ある金融機関から資金が流出することで、金融市場に与えるショックの大きさを測る尺度が必要に思われる。資金の滞留性を考える場合に、投資家が資金を引き出したいと考えても、現実には制度的に引き出すことを難しくする環境に置かれているケース(マーケット・ブレイカーや引出金額の上限規制など)と、投資家が資金を引き出すことに抵抗感を感じ、仕方なく資金をそのままその金融機関に委託しておくケースが存在する。ある金融機関から資金の引出に抵抗感があればあるほど、この摩擦係数は高くなると想定される。この心理的抵抗感は、金融機関の安定度や、資金を引き出しても、最終的には必ずどこかにその資金は落ち着くことになるので、資金流出を抑制するためには、この摩擦係数を高めるように、システムを設計すればよいということになる。

券売買に必要な資金が自動的に MMF にスイープされるような仕組みがシステムとしてつくられ るなかで、金融市場の投資資金を滞留させることを可能とさせていた。

投資信託のなかでも、より現金に近い性格をもつ MMF の次元において、貯蓄性資金を投資資金 の一種として滞留させ、それを証券投資に活用できるようにしたことは、アメリカの金融市場の拡 大を支える上で重要な役割を果たすことになった。

このように、アメリカにおける投資信託の拡大は、1970年代以降、MMFの出現を契機に進展し、 金融市場において MMF が果たした資金滞留効果は、1980 年代から 1990 年代の投資信託の発展を 大きく支えていったのである。

さらに、投資信託は、この MMF の拡大を基礎にしながら、より包括的な形で金融市場を覆うよ うにして、その投資信託システムの網の目を張り巡らせていく。そこでは、短期金融市場から長期 金融市場に至る金融市場全体にわたって、様々なポートフォリオを組み、それらの間で円滑に資金 を移動させることで、投資信託システム内部で資金を循環させる仕組みが構築されたのであった。 このようなシステムの形成は、投資信託の生成期の段階から観察されたものであり(125)、その同じ論 理が、より精緻で洗練されたメカニズムをもちながら、アメリカ金融市場の底流を支えているので ある。

本稿は、科学研究費「国際資本移動拡大下の金融業・金融システムの国際間競争と国際的調和に 関する研究」(基盤研究(C)(2) No. 14530112) の研究成果の一部である。

参考文献

[欧文文献 (翻訳書を含む)]

- 1) Baumol, W. J., Goldfeld, S. M., Gordon, L. A. & M. F. Koehn (1990), *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- 2) Brady, N. (1988), Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, Washington, D. C., Government Printing Office, January.
- 3) Brennan, M. (1998), "Discussion: Has the Rise of Mutual Funds Increased Market Instability?," Litan, R. E. & A. M. Santomero ed. (1998), *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 1998, Brookings Institution Press, Washington, D. C.
- 4) Business Week (1997), "The New Business Cycle," March 31.
- 5) CDA/Wiesenberger Investment Companies Service (1998), *Investment Companies Yearbook, 1998*, CDA/Wiesenberger, A Division of CDA Investment Technologies, Maryland.
- 6) Chordia, T. (1996), "The Structure of Mutual Fund Charges", Journal of Financial Economics, Vol. 41.
- 7) Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs (1980), *Money Market Mutual Funds*, Hearings before the Subcommittee on Financial Institutions of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 96th Congress 2nd Session, Washington, D. C., U. S. Government Printing Office.
- 8) Council of Economic Advisers (1990~2003), *Economic Report of the President*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. [エコノミスト臨時増刊 (1990~2003)『米国経済白書』毎日新聞社]
- 9) D'Arista, J. W. & T. Schlesinger (1993), "The Parallel Banking System," Briefing Paper, Economic Policy Institute, Washington, D. C.
- 10) Davidson, W. N. & D. Dutia (1989), "A Note on the Behavior of Security Returns: A Test of Stock Market Overreaction and Efficiency," *Journal of Financial Research*, Vol. XII, No. 3, Fall.
- 11) DALBAR, Inc. (1996), "The 1996 Transfer Agent Service Guide," *The Journal of Mutual Fund Services*, February.
- 12) Dorf, R. C. (1986), The New Mutual Fund Investment Advisor, Probus Publishing Company, Chicago.
- 13) Droms, W. G. & P. D. Hearwagen (1986), No-Load Mutual Funds, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois.
- 14) Dymski, G. A., G. Epstein & R. Pollin (1993), Transforming the U. S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century, M. E. Sharpe, Inc., New York. [原田善教監訳 (2001) 『アメリカ金融システムの転換』日本経済評論社]
- 15) Edelen, R. M. & J. B. Warner (2001), "Aggregate Price Effects of Institutional Trading: A Study of Mutual Fund Flow And Market Returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 59.
- 16) Edwards, F. R. (1996), *The New Finance*, AEI Press, Washington, D. C. [家森信善・小林毅訳 (1998) 『金融業の将来』東洋経済新報社]
- 17) Financial Times (1996), "It Ain't What You Say, It's The Way That You Say It," December, 7.
- 18) Fortune, P. (1989), "An Assessment of Financial Market Volatility: Bills, Bonds, and Stocks," *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, November/December.
- 19) Fortune, P. (1991a), "Stock Market Efficiency: An Autopsy?," New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, March/April.
- 20) Fortune, P. (1991b), "The Municipal Bond Market, Part I: Politics, Taxes And Yields," *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, September/October.
- 21) Fortune, P. (1992), "The Municipal Bond Market, Part II: Problems and Policies," *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, May/June.
- 22) Fortune, P. (1993), "Stock Market Crashes: What Have We Learned From October 1987?", New England

- Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, March/April.
- 23) Fortune, P. (1995), "Stocks, Bonds, Options, Futures and Portfolio Insurance: A Rose by Any Other Name...", New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, July/August.
- 24) Fortune, P. (1997), "Mutual Funds, Part I: Reshaping the American Financial System," *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, July/August.
- 25) Fortune, P. (1998), "Mutual Funds, Part II: Fund Flows and Security Returns," *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, January/February.
- 26) Frankel, J. A. & P. R. Orszag ed. (2002), American Economic Policy in the 1990s, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- 27) Frankel, T. & C. E. Kirsch (1998), Investment Management Regulation, Carolina Academic Press, North Carolina.
- 28) Frankel, T. (2003), The Regulation of Money Managers, Mutual Funds and Advisers, 2nd ed., Aspen Law & Business, New York.
- 29) Friedman, S. J. (1986), Investment Companies 1986, Practising Law Institute.
- 30) Friend, I., M. Blume & J. Crockett (1970), *Mutual Funds and Other Institutional Investors*, A Twentieth Century Fund Study, McGraw-Hill Book Company, New York.
- 31) Fuhrer, J. & G. Moore (1995), "Monetary Policy Trade-Offs and the Correlation Between Nominal Interest Rates and Real Output," *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 1, March.
- 32) Gagnon, J. E. (2001), "U. S. International Transactions in 2000," Federal Reserve Bulletin, Vol. 87, No. 5, May.
- 33) General Accounting Office (2000), "Mutual Fund Fees: Additional Disclosure Could Encourage Price Competition," GAO/GGD-OO-1 26, June 5.
- 34) Garmhausen, S. (2000), "GAO Report Draws Fire from Fund Industry," Ignites. com, July 12.
- 35) Greene, J. T. & C. W. Hodges (2002), "The Dilution Impact of Daily Fund Flows on Open-End Mutual Funds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No. 1, July.
- 36) Gremillion, L. (2001), A Purely American Invention, the U. S. Open-End Mutual Fund Industry, National Investment Company Service Association, United States of America. [稲野和利監訳 (2002)『投資信託ビジネスのすべて』東洋経済新報社]
- 37) Griffeth, B. (1995), The Mutual Fund Masters, Probus Publishing, Chicago.
- 38) Griffith-Jones, S. (1998), Global Capital Flows, Macmillan Press Ltd., London.
- 39) Hale, D. D. (1994), "The Economic Consequences of America's Mutual Fund Boom," *International Economy*, March/April.
- 40) Haslem, J. A. (2003), *Mutual Funds, Risk and Performance Analysis for Decision Making*, Blackwell Publishing, Oxford.
- 41) Hawley, J. P. & A. T. Williams (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- 42) Hendricks, D., J. Patel & R. J. Zeckhauser (1993), "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-88," *Journal of Finance*, Vol. XLVIII, No. 1, March.
- 43) Hendricks, D., J. Patel & R. J. Zeckhauser (1994), "Investment Flows and Performance: Evidence from Mutual Funds, Cross-border Investments, and New Issues," in Sato, R., R. M. Levich & R. V. Ramachandran, ed., *Japan, Europe, and International Financial Markets*, Cambridge University Press, Cambridge.
- 44) Henriques, D. B. (1997), Fidelity's World, the Secret Life and Public Power of the Mutual Fund Giant, Touchstone Book, Simon & Schuster Inc., New York. [井手正介・鶴田知佳子訳(1998)『フィデリティ』日

本経済新聞社]

- 45) Investment Company Institute (1996a), Mutual Fund Fact Book, 36th ed., Washington, D. C.
- 46) Investment Company Institute (1996b), Mutual Fund Shareholders: The People behind the Growth, Washington, D. C.
- 47) Investment Company Institute (1997), "Valuation and Liquidity Issues for Mutual Funds," Washington, D. C., Feburary.
- 48) Investment Company Institute (2002), Mutual Fund Fact Book, 42nd ed., Washington, D. C.
- 49) Investment Company Institute (2003), Mutual Fund Fact Book, 43rd ed., Washington, D. C.
- 50) Ippolito, R. A. (1992), "Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry," *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, April.
- 51) Kaufman, H. (1994), "Structural Changes in Financial Markets: Economic and Policy Significance," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Second Quarter.
- 52) Kaufman, H. (1995), "The Coming U. S. Finanicial Bubble," *The International Economy*, November/December.
- 53) Keeley, M. C. et al. (1985), "Competition for Money Market Deposit Accounts," Federal Reservee Bank of San Francisco, *Economic Review*, Spring, No. 2.
- 54) Kiley, M. T. (2000), "Stock Prices and Fundamentals in a Production Economy," Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2000–5, January.
- 55) Kleidon, A. & R. Whaley (1992), "One Market? Stocks, Futures, and Options During October 1987," Journal of Finance, Vol. 47, No. 3, July.
- 56) Litan, R. E. & J. Rauch (1998), American Finance for the 21st Century, Brookings Institution Press, Washington, D. C. [小西龍治訳 (1998) 『21世紀の金融業』東洋経済新報社]
- 57) Lown, C. S. (1987), "Money Market Deposit Accounts Versus Money Market Mutual Funds," Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic Review*, November.
- 58) Makadok, R. J. (1994), "Grow or Die: the Evolution of the Money Market Fund Industry," University of Pennsylvania, Ph. D. Dissertation.
- 59) Marcis, R, West, S. & V. Leonard-Chambers (1995), "Mutual Fund Shareholder Response to Market Disruptions," *Perspective*, Investment Company Institute, Washington, D. C., July.
- 60) Massa, M. (2003), "How do Family Strategies Affect Fund Performance? When Performance-Maximization is not the only Game in Town," *Journal of Financial Economics*, Vol. 67.
- 61) Pozen, R. C. (1998), The Mutual Fund Business, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- 62) Rea, J. & R. Marcis (1996a), "Mutual Fund Shareholder Activity During U. S. Stock Market Cycles, 1944–95," *Perspective*, Investment Company Institute, Washington, D. C., March.
- 63) Rea, J. & R. Marcis (1996b), "U. S. Emerging Market Funds: Hot Money or Stable Source of Investment Capital?," *Perspective*, Investment Company Institute, Washington, D. C., December.
- 64) Reid, B. & J. Crumrine (1997), "Retirement Plan Holdings of Mutual Funds, 1996," Investment Company Institute, Washington, D. C.
- 65) Reid, B. & K. Millar (2000), "Mutual Fund Assets and Flows in 1999," *Perspective*, Vol. 6, No. 2, Investment Company Institute, Washington, D. C., February.
- 66) Reid, B. (2000), "The 1990s: A Decade of Expansion and Change in the U. S. Mutual Fund Industry," *Perspective*, Vol. 6, No. 3, Investment Company Institute, Washington, D. C., July.
- 67) Reid, B. & J. D. Rea (2003), "Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs," *Perspective*, Vol. 9, No. 3, Investment Company Institute, Washington, D. C., July.

- 68) Remolona, E., P. Kleiman & D. Gruenstein (1997), "Market Returns and Mutual Fund Flows," *FRBNY Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, July.
- 69) Schleifer, A. (1986), "Do Demand Curves for Stocks Slope Down?" Journal of Finance, Vol. XLI, No. 3.
- 70) Securities and Exchange Commission (1980), Report of the Staff of the Division of Investment Management on the Regulation of Money Market Funds, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
- 71) Securities and Exchange Commission (1988), *The October 1987 Market Break*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
- 72) Securities and Exchange Commission (1992), Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
- 73) Seligman, B. (1983), Money Market Funds, Praeger Publishers, New York.
- 74) Sellon, G. H. (1992), "Changes in Financial Intermediation: The Role of Pension Funds and Mutual Funds," *Economic Review*, Vol. 77, No. 3, 3rd, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- 75) Shiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey. [植草一秀監訳 (2001)『根拠なき熱狂』ダイヤモンド社]
- 76) Sirri, E. R. & P. Tufano (1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5, October.
- 77) Wall, L. D. & H. D. Ford (1984), "Money Market Account Competition," Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, December.
- 78) Warther, V. A. (1995), "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39.
- 79) Warther, V. A. (1998), "Has the Rise of Mutual Funds Increased Market Instability?," Litan, R. E. & A. M. Santomero ed., Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1998, Brookings Institution Press, Washington, D. C.
- 80) Weber, S. (1997), "The End of the Business Cycle?", Foreign Affairs, Vol. 76, No. 4, July/August.
- 81) Willis, J. E. (1995), "Banks and Mutual Funds: A Functional Approach to Reform," *Columbia Business Law Review*, Vol. 221.

[日本語文献]

- 1) 伊藤政吉 (1985) 『アメリカの金融政策と制度改革』岩波書店。
- 2) 伊藤政吉・江口英一(1983)『アメリカの金融革命』有斐閣選書。
- 3) 石見徹 (1996)「アメリカの対外資本取引と国際金融不安」東京大学経済学会『経済学論集』第62巻第3号,10月。
- 4) 打込茂子(1994)「アメリカの資金フローの変化と金融政策運営」『東銀経済四季報』秋季号。
- 5) 大蔵省(1999)「米国の株式相場と実体経済等」大蔵省『調査月報』第88巻第5号,5月。
- 6) 奥田宏司(1999 a)「ドル体制の変容と現局面」九州大学『経済学研究』第66巻第4号,10月。
- 7) 奥田宏司 (1999 b) 「1990 年代のアメリカの国際収支構造とマネーフロー」 『立命館国際研究』 第 12 巻第 2 号, 12 月。
- 8) 片岡尹(2001)『ドル本位制の通貨危機―国際資金ポンプとしての米国―』勁草書房。
- 9) 勝悦子(1998)『グローバル・キャピタル革命』東洋経済新報社。
- 10) 川上忠雄 (2000) 「1990 年代アメリカの株式ブームとその行方」法政大学経済学会『経済志林』第 68 巻第 1 号, 7 月。
- 11) 川上忠雄 (2001) 「1990 年代アメリカの株式ブームとその行方 (下)」法政大学経済学会『経済志林』第 69 巻第 2 号 9 月。
- 12) 川上忠雄 (2003) 『アメリカのバブル 1995-2000』 法政大学出版局。

- 13) 河村哲二 (2002) 「1990 年代の『持続的好況』の特徴と問題点」経済理論学会編『経済理論学会年報第 39 集・アメリカの「繁栄」を問う』青木書店。
- 14) 河村哲二 (2003) 『現代アメリカ経済』有斐閣アルマ。
- 15) 木内登英(1997)「米国経済の構造変化と安定性」野村証券『財界観測』, 12月。
- 16) ゴールドマン・サックス投信編(1998)『投資信託革命』日本経済新聞社。
- 17) 坂本正 (2000) 「グラム=リーチ=ブライリー法と金融統合」 『証券経済研究』 第24号,3月。
- 18) 証券投資信託専門視察団報告書(1962)『アメリカの投資信託』日本生産性本部。
- 19) 代田純 (2001) 「アメリカの 401 (K)とミューチュアル・ファンドの対日株式投資」 『立命館国際研究』 第 14 巻第 1 号, 5 月。
- 20) 杉浦哲郎 (2003)『アメリカ経済は沈まない』日本経済新聞社。
- 21) 首藤恵 (2000) 『資産運用産業の新展開』金融財政事情研究会。
- 22) 関下稔・坂井昭夫編(2000)『アメリカ経済の変貌―「ニューエコノミー」の検証―』同文館。
- 23) 高木 仁(2001)『アメリカ金融制度改革の長期的展望』原書房。
- 24) 高月昭年(1999 a) 「米国の1999 年金融制度改革法の概要と評価(1)|『国際金融』第1037号。
- 25) 高月昭年(1999b)「米国の1999年金融制度改革法の概要と評価(2)」『国際金融』第1038号。
- 26) 玉山和夫 (1998) 「アメリカの金融バブルと世界経済」 『札幌国際大学紀要』 第5号。
- 27) 東京三菱銀行調査室 (2002) 『米国経済の真実』 東洋経済新報社。
- 28) 徳永潤二(2003)「ニューエコノミーと国際通貨ドルー1990 年代後半におけるアメリカの国際金融仲介機能論の検討一」『立教経済学研究』第 56 巻第 3 号,1 月。
- 29) 永田裕司 (1995 a) 「米国のミューチュアル・ファンドと金融仲介(上)」福岡大学『商学論叢』第40巻第1号。
- 30) 永田裕司 (1995 b) 「米国のミューチュアル・ファンドと金融仲介 (下)」福岡大学『商学論叢』第40巻第2号。
- 31) 永田裕司 (1999)「アメリカ機関投資家の最近の動向について一運用形態の変化と金融仲介への影響ー」福岡大学『商学論叢』第43 巻第3 号、9 月。
- 32) 中本悟 (1997)「アメリカの『ニューエコノミー』論と株式市場―1990 年代アメリカ経済論に関する覚え書―」 大阪市立大学証券研究センター『証券研究年報』第12号, 3月。
- 33) 中本悟(2000 a) 「1990 年代アメリカ経済と対米証券投資」『土地制度史学』第 167 号, 4 月。
- 34) 中本悟 (2000 b) 「1990 年代アメリカ経済と株式市場 | 大阪市立大学証券研究センター 『証券研究年報』 第15号。
- 35) 日本格付投資情報センター編 (1999)『投信新時代』日本経済新聞社。
- 36) 日本証券経済研究所(1998)『アメリカの証券市場 1998年版』日本証券経済研究所。
- 37) 日本投資信託制度研究所編(1997)『ゼミナール 投資信託の商品・サービス革命』東洋経済新報社。
- 38) 野村総合研究所研究創発センター(1997)『ミューチュアルファンド入門』東洋経済新報社。
- 39) 萩原伸次郎 (2002)「金融の不安定性とアメリカ経済」経済理論学会編『経済理論学会年報第 39 集・アメリカの「繁栄」を問う』青木書店。
- 40) 北條裕雄(1992)『現代アメリカ資本市場論』同文館。
- 41) 松田岳 (2000)「アメリカ『株価急騰』の金融メカニズム」『立教経済学研究』第54巻第2号。
- 42) 丸茂明則 (2002) 『アメリカ経済 市場至上主義の限界』中央経済社。
- 43) 三谷進(2001)『アメリカ投資信託の形成と展開』日本評論社。
- 44) 横田茂編(1997)『アメリカ経済を学ぶ』世界思想社。
- 45) 米沢康博(1995)『株式市場の経済学―経済構造変化と株価変動―』日本経済新聞社。
- 46) 蠟山昌一編(1999)『投資信託と資産運用』日本経済新聞社。